

# Institute

#01  
Janvier  
2023

## CROSS ASSET Investment Strategy

### VUES DES CIO

Le rebond ne devrait pas se poursuivre

### AMUNDI INSTITUTE

- Chine : retour au pragmatisme
- L'économie allemande en difficulté : pourquoi ce pourrait être une bonne nouvelle pour l'Europe

La confiance  
ça se mérite

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

# #01 - Janvier 2023

## Sommaire

### Global Investment Views

#### Vues des CIO

##### **Le rebond ne devrait pas se poursuivre** p. 3

Dans un contexte économique marqué par un risque élevé d'erreurs politiques et de fortes divergences régionales, il convient d'adopter une approche prudente sur les actifs risqués, d'autant que les marchés valorisent la perfection, laissant peu de place aux surprises négatives. Nous restons constructifs sur les obligations, en particulier les obligations d'État et le crédit de bonne qualité et nous voyons des opportunités sur les marchés émergents, car le dollar ne devrait plus être un obstacle.

#### Amundi Institute

##### **Le règne du dollar perd de son éclat** p. 5

La hausse des taux réels aux États-Unis et le resserrement de la politique de la Fed ont été les piliers du dollar en 2022. Toute modification de ces facteurs en 2023 pourrait entraîner une perte de vigueur du dollar.

#### Gestion diversifiée

##### **Prendre des bénéfiques et rester prudent début 2023** p. 7

Sur la base d'une approche d'investissement dynamique, nous avons rétrogradé les actifs risqués en raison des craintes que le rebond actuel ne soit pas durable.

#### Marchés obligataires

##### **Actifs sur la durée et vigilants concernant le risque de liquidité** p. 9

Le travail de la Fed n'est pas encore terminé, car l'inflation sous-jacente des services persiste. Aussi nous restons vigilants concernant l'effet de la hausse des taux sur la liquidité du marché et les *spreads* de crédit.

#### Actions

##### **Ne pas courir après le rebond et rester équilibré** p. 11

Les anticipations de bénéfiques des marchés semblent trop optimistes et devront être revues à la baisse. Ce qui implique des ajustements par rapport aux niveaux actuels.

### Le thème du mois

#### **Chine: retour au pragmatisme** p. 13

2022 s'est terminée sur une réouverture soudaine et accélérée. En l'espace d'un mois, la Chine a supprimé la plupart des restrictions sanitaires, s'est engagée à assouplir les conditions du marché immobilier et a mis en place des politiques favorables à la croissance. Nous nous attendons à ce que l'économie chinoise échappe au ralentissement mondial en 2023, en accélérant à partir d'un point bas.

### Thématique

#### **L'économie allemande en difficulté : pourquoi ce pourrait être une bonne nouvelle pour l'Europe** p. 15

La crise énergétique résultant de la guerre en Ukraine a profondément altéré les performances et les perspectives économiques de l'Europe. Son impact sur les différents pays est variable en fonction de leur dépendance au gaz et au pétrole russes. L'industrie allemande est particulièrement touchée. Mais au-delà de l'industrie, c'est tout le modèle économique allemand qui se trouve bousculé. Nous faisons ici un point rapide sur les perspectives de l'économie allemande pour 2023 et 2024. Nous rappelons ensuite que les défis à relever le sont à l'échelle européenne et que seule une approche coordonnée au niveau de l'UE permettra aux pays membres de les relever. Sur ce plan, l'actualité récente va dans le bon sens.

### Scénarios de marché et risques

> Scénarios central & alternatifs	p. 18
> Principaux risques	p. 20
> Analyse cross asset : Identification du point de retournement des marchés	p. 21
> Points clés de la Recherche	p. 23
> Allocation d'actifs Amundi	p. 25

### Contexte macroéconomique

> Pays développés Perspectives macroéconomiques - Perspectives de taux directeurs	p. 27
> Pays émergents Perspectives macroéconomiques - Perspectives de taux directeurs	p. 29
> Prévisions macroéconomiques et financières	p. 31
> Publications récentes	p. 32

## VUES DES CIO

## Le rebond ne devrait pas se poursuivre



Vincent MORTIER,  
CIO Groupe



Matteo GERMANO,  
CIO Adjoint Groupe

Le rebond du marché baissier a eu lieu, mais les chiffres solides du marché de l'emploi américain en novembre ont déçu l'espoir des marchés quant à un revirement de l'attitude des banques centrales. En effet, ces chiffres ont dressé un tableau mitigé des perspectives d'inflation aux États-Unis, alors que des tensions persistent sur les prix des services. La Fed, quant à elle, **ralentit le rythme des hausses de taux, mais a confirmé que sa tâche est loin d'être achevée. Nous pensons que les banques centrales, y compris la BCE, vont évoluer sur une corde raide, car les risques d'erreurs sont élevés.**

D'autre part, nous voyons les risques géopolitiques augmenter en Europe et aux États-Unis. Sur les marchés émergents, l'accélération de la réouverture de l'économie chinoise devrait permettre un rebond plus tôt que prévu, alors que l'Europe restera en récession et que les États-Unis connaîtront un ralentissement marqué. **Cela souligne une caractéristique clé du scénario 2023 : la forte asynchronie régionale des cycles économiques, qui pourrait créer des opportunités pour les investisseurs.**

Pour les marchés, ce contexte économique appelle la confirmation d'un régime de correction fin 2022 et au S1 2023, avec une inflation en décélération mais toujours au-dessus de la normale. La phase de correction sera entraînée par la récession des bénéfiques, qui se matérialisera notamment au S1. **Les investisseurs ne doivent pas augmenter le niveau de risque, mais plutôt revenir, après la récente hausse, à davantage de prudence sur les actions et être globalement vigilants.**

- **Du point de vue cross-asset**, nous sommes très actifs dans l'identification des opportunités offertes par les écarts de valorisation sur le marché et l'asynchronie des politiques monétaires qui sera bientôt observée en réponse au ralentissement de la croissance et de l'inflation. Désormais, après que le rebond a eu lieu comme prévu, nous sommes devenus plus réservés à l'égard des actions, avec un positionnement neutre sur les États-Unis et toujours prudent en Europe. Nous avons également revu à la baisse notre opinion positive sur le crédit après avoir participé au rebond, même si nous restons légèrement optimistes. Nous pensons également que les investisseurs devraient chercher à se protéger en misant sur les couvertures, les obligations du Trésor américain et l'or.
- **Les actions américaines** ont été portées récemment davantage par la baisse des rendements core que par une amélioration significative des fondamentaux des entreprises. Nous voyons des risques baissiers et des rendements asymétriques, et nous devenons prudents à court terme, étant donné que les valorisations actuelles ne reflètent pas les risques sur les bénéfiques en cas de récession. Nous adoptons donc une position neutre à l'égard du marché américain. **En Europe**, région plus exposée au choc stagflationniste, l'incertitude entourant la guerre en Ukraine persiste. L'absence de réponse politique commune et les pressions inflationnistes nous ont rendus encore plus défensifs vis-à-vis de l'Europe. En termes relatifs, nous maintenons notre préférence pour les États-Unis par rapport à l'Europe.
- **S'agissant des obligations souveraines**, si les marchés continuent de surveiller l'inflation et la réaction de la Fed, nous pensons que l'attention se reportera bientôt vers la croissance et les craintes de récession. Pour l'heure, les taux sont toujours orientés à la hausse. La Fed a précisé qu'elle prévoyait désormais un taux terminal supérieur à celui attendu en septembre. La durée pendant laquelle la banque centrale maintiendra des taux restrictifs devient un élément plus important. Le ralentissement de la croissance économique et les signes de changement d'ampleur des hausses de taux plaident pour une position active sur la durée.
- **Les marchés du crédit** ont bénéficié du rebond du marché baissier, malgré l'évolution vers un contexte de coûts de financement plus élevés qui pourrait devenir plus difficile, en particulier pour les émetteurs HY faiblement notés et excessivement endettés. Les fondamentaux des entreprises restent solides, mais les niveaux de trésorerie sont en baisse. La capacité des entreprises à générer des flux de cash et à résister aux pressions sur le refinancement pourrait être affectée en cas de détérioration du contexte économique. Ceci pourrait s'aggraver si les banques commerciales durcissent leurs conditions de prêts, entraînant un tarissement de la liquidité pour les entreprises au moment où elles doivent se refinancer. Dans l'ensemble, sur les marchés du crédit, nous identifions des opportunités relativement plus intéressantes sur les obligations IG américaines que sur l'Europe, et nous restons prudents vis-à-vis du haut rendement.
- **Le dollar est une variable clé à surveiller, en particulier pour saisir les opportunités sur les marchés émergents.** Nous pensons que les freins qui ont pénalisé les obligations émergentes

### Sentiment de risque global



À mesure que la fin de l'année approche, nous devenons plus prudents vis-à-vis des actions.

#### Changements par rapport au mois dernier

- ▶ Multi-actifs : positionnement plus prudent vis-à-vis des actions et moins positif sur le crédit américain, renforcement des couvertures.
- ▶ Actions : opinion plus défensive sur les MD, légère révision à la hausse en Chine.
- ▶ Neutre sur les emprunts d'État chinois.
- ▶ Révision à la baisse de la conviction vis-à-vis de la vigueur du dollar américain.

Le sentiment de risque global est une appréciation qualitative des actifs risqués (crédit, actions, matières premières) exprimée par les différentes plateformes de gestion et communiquée lors du comité d'investissement mondial. Notre positionnement peut être ajusté pour refléter toute modification des marchés ou du contexte économique.

## VUES DES CIO

en 2022 se desserreront progressivement en 2023, lorsque les facteurs propres à chaque pays reprendront le dessus. Nous restons optimistes à l'égard de la dette en devise forte et pensons qu'une sélection de dettes en devise locale devient attractive. De manière générale, les plans de réouverture en Chine seront probablement un autre catalyseur positif pour les marchés émergents en 2023. La récente décision du gouvernement chinois de lever certaines restrictions liées au Covid va dans le sens d'un rebond rapide de l'économie.

AMUNDI INSTITUTE

## Le règne du dollar perd de son éclat



**Monica DEFEND,**  
Directrice d'Amundi Institute



**Federico CESARINI**  
Responsable FX Marchés  
Développés, Stratégiste  
Recherche Cross Asset

Le cycle haussier du dollar est désormais très avancé. Nous nous attendons à une trajectoire irrégulière, mais tablons sur une dépréciation plus forte en 2023.

Le dollar a occupé le devant de la scène en 2022, enregistrant l'un des plus forts rebonds jamais observés. Les actifs sans risque ont chuté, l'incertitude s'est transformée en volatilité et toutes les devises du G10 ont souffert, sans exception. Pourtant, les bonnes surprises liées à la baisse de l'inflation américaine et l'évocation par la Fed de hausses de taux de moindre ampleur ont récemment suscité un retour à la réalité. La correction du dollar a été massive et la question est désormais de savoir si cette baisse peut se poursuivre en 2023. **Pour commencer, le dollar s'est négocié avec une prime par rapport aux fondamentaux tout au long de 2022 pour les trois principales raisons énumérées ci-dessous. Bien qu'aucune de ces conditions n'ait complètement disparu, les récentes évolutions font penser que nous pourrions avoir dépassé les niveaux de stress maximum, ce qui suggère des conditions moins favorables pour le dollar en 2023.**

**1. La Fed et sa politique monétaire pour réduire l'inflation** – La Fed a été le principal soutien au dollar en 2022, l'économie américaine n'ayant bénéficié d'aucun avantage en termes de croissance tout au long de l'année. Contrairement à 2021, lorsque la croissance a été plus forte aux États-Unis que dans les autres économies développées, l'exception du dollar a reposé sur deux éléments en 2022: i) l'avantage de la hausse des taux réels; et ii) l'amélioration de son pouvoir de diversification. La Fed reste le facteur clé à surveiller à ce stade concernant ces deux éléments. Il nous paraît trop tôt pour penser que la Fed passe à une politique d'assouplissement monétaire (qui déclencherait à coup sûr des ventes généralisées du dollar, car cela éroderait son avantage en termes de portage). Toutefois, toute nouvelle surprise positive concernant l'inflation pourrait rapidement recentrer l'attention sur les prochaines étapes que suivra la Fed (potentiel changement de politique), compte tenu de l'inversion actuelle de la courbe des taux américaine. Une pentification de la courbe des taux via une baisse de sa partie courte se traduit généralement par un dollar plus faible d'un point de vue historique.

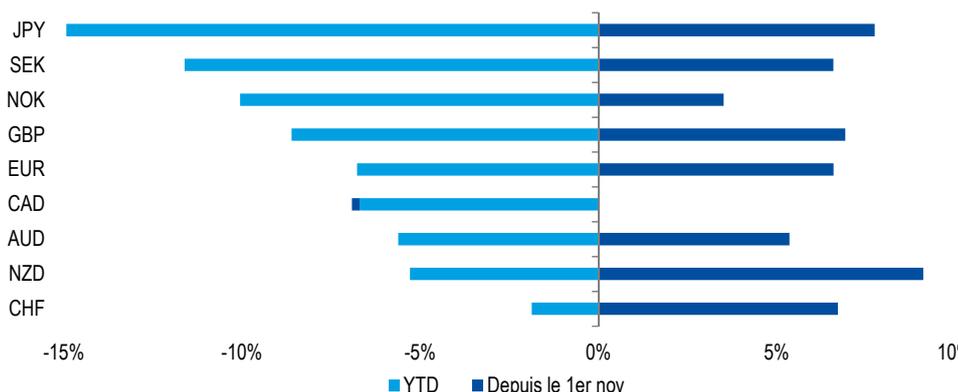
**2. La crise énergétique européenne et les risques géopolitiques** – La flambée des prix de l'énergie a été l'élément principal à l'origine de la hausse des coûts de production dans la zone euro en 2022. Notre modèle de Parité de Pouvoir d'Achat a justifié, depuis quelque temps, un passage de l'EUR/USD sous la parité cette année<sup>1</sup>. Toutefois, depuis septembre, les prix du gaz se sont effondrés et l'IPP d'octobre a fortement chuté en réaction<sup>2</sup>. Nous ne sommes toujours pas au bout de nos peines (la zone euro présente toujours un désavantage concurrentiel vu les prix actuels de l'énergie, et les risques pour l'hiver prochain restent présents), mais les conditions pour un rebond massif du dollar s'éloignent de ce point de vue.

La hausse des taux réels aux États-Unis et le resserrement de la politique de la Fed ont été les piliers du dollar en 2022. Toute modification de ces facteurs en 2023 pourrait entraîner une perte de vigueur du dollar

<sup>1</sup> Le modèle de parité de pouvoir d'achat prend en compte les écarts IPC, IPP et IPC/IPP.

<sup>2</sup> L'indice Eurostat PPI Eurozone Industry Ex Construction a chuté de 2,9 % en glissement mensuel en octobre.

### La plupart des devises du G10 se sont appréciées face au dollar dernièrement



Source : Amundi Institute, au 14 décembre 2022. Performance des devises au comptant du G10 par rapport au dollar.

## AMUNDI INSTITUTE

**3. Réouverture de la Chine, croissance mondiale et impact du dollar** – La politique « zéro covid » de la Chine a certainement pesé sur la croissance mondiale en 2022, et il est difficile de penser que cette inertie évolue considérablement à court terme. Le dollar reste un actif contra-cyclique, qui tend généralement à s'apprécier lorsque la croissance ralentit et que les banques centrales ne fournissent pas d'impulsions reflationnistes. Toutefois, une réouverture plus générale de la Chine comme scénario de base pour le S2 2023 serait positive pour l'économie mondiale. Et lorsque le cycle passe son point bas, le dollar en fait généralement les frais.

**Conséquences pour l'investissement :** les bonnes surprises concernant l'inflation aux États-Unis ont déclenché une violente réaction reflationniste de l'ensemble des devises des marchés développés. Nous pensons que la trajectoire future sera irrégulière, car le dollar reste un actif contra-cyclique à haut rendement. Toutefois, le faible couple risque/rendement suggère désormais de limiter le risque lié au dollar au cours de cette dernière phase. Aussi, nous restons d'avis que le yen et le franc suisse sont les devises les plus sûres pour réduire la position sur le dollar. À plus long terme, nous anticipons une dépréciation plus prononcée à l'horizon du S2 2023.

GESTION  
DIVERSIFIÉE

## Prendre des bénéfices et rester prudent début 2023



**Francesco SANDRINI,**  
Responsable des Stratégies  
Multi-Asset



**John O'TOOLE,**  
Responsable des Solutions  
d'Investissement Multi-Asset

Sur la base d'une approche d'investissement dynamique, nous avons rétrogradé les actifs risqués en raison des craintes que le rebond actuel ne soit pas durable

Les tendances d'inflation et de croissance, et leurs conséquences en termes de resserrement monétaire, ont été les principaux moteurs du marché. Alors que la demande intérieure a été plus soutenue que prévu, en particulier en Europe récemment, les craintes d'un ralentissement de la croissance aux États-Unis et en Europe persistent. **Ceci, associé aux risques de récession des bénéfiques, signifie que les investisseurs doivent être prudents vis-à-vis des actions et du crédit, et renforcer leurs couvertures.** En revanche, les courbes de taux de certains marchés développés présentent des opportunités dans un contexte d'évolution de la politique monétaire, ce qui nous a également permis d'ajuster notre opinion sur le dollar américain. Dans l'ensemble, les investisseurs doivent envisager de conserver une approche diversifiée visant à les protéger contre l'inflation et contre un éventuel ralentissement économique.

### Idees à conviction forte

**Après le récent rebond, nous réduisons notre positionnement sur les actions américaines et européennes.** L'Europe est une région plus cyclique et sera donc plus affectée (que les États-Unis) par un ralentissement de la croissance mondiale et par la crise de l'énergie, ce qui nous amène à continuer à **lui préférer les États-Unis.** Par ailleurs, nous maintenons notre préférence pour les petites capitalisations par rapport aux grandes, compte tenu de la décote extrême des premières par rapport aux secondes. **Sur les marchés émergents, nous maintenons notre opinion neutre vis-à-vis de la Chine** pour l'instant, tout en évaluant les nouvelles politiques de réouverture et leur impact sur l'activité économique.

**En termes de duration, nous restons favorables aux obligations du Trésor américain** dans un contexte de ralentissement de l'inflation et de risques persistants pour la croissance économique. Parallèlement, nous identifions des opportunités sur les courbes de taux, par exemple au Canada. La décélération de l'inflation et l'atténuation des goulets d'étranglement des chaînes d'approvisionnement mondiales pourraient avoir un impact sur les politiques monétaires.

En Europe, nous maintenons notre opinion légèrement positive vis-à-vis **des spreads BTP-Bund à 10 ans.** Cette opinion est soutenue par la corrélation positive des taux italiens avec les rendements des obligations de référence européennes (en baisse), les valorisations et le positionnement attrayants et les émissions nettes négatives de dette italienne.

**Concernant le crédit, après le resserrement des spreads, nous avons revu à la baisse notre opinion à l'égard des obligations IG américaines et ne sommes plus positifs.** Même si l'inflation ralentit, elle reste supérieure à l'objectif de la Fed, ce qui signifie que la banque centrale pourrait maintenir un cycle de resserrement plus long, affectant les conditions financières. En Europe, nous maintenons une préférence pour le segment IG par rapport au HY, car ce dernier est plus vulnérable à une détérioration potentielle de l'environnement économique et des perspectives de défaut.

**Sur le marché des changes, nous avons ajusté nos vues et ne sommes plus positifs sur l'USD/EUR** en raison des signes d'un resserrement monétaire moins agressif (mais pas encore d'un revirement accommodant) de la Fed. Nous maintenons notre opinion

### Convictions Amundi

	Variation 1 mois	---	--	-	0	+	++	+++
Actions	↘			■				
Crédit					■			
Duration						■		
Pétrole						■		
Or						■		

Source : Amundi. Ce tableau propose une évaluation des classes d'actifs sur un horizon de trois à six mois, sur la base d'opinions exprimées lors de notre dernier Comité d'investissement mondial. Les perspectives, modifications de perspectives et opinions sur les classes d'actifs reflètent l'orientation anticipée (+/-) et la force des convictions (+/+/\*\*/+++). Cette évaluation est susceptible d'être modifiée et inclut les effets des éléments de couverture. IG = investment grade, HY = high yield, BC = banques centrales, BTP = obligations d'État italiennes. \*Nous avons adopté une exposition tactique neutre aux actions, tout en conservant une approche prudente dans un contexte économique fragile et en nous tenant prêts à réduire notre exposition globale. \*\*Nous avons légèrement revu à la hausse notre exposition, sans impact significatif sur le niveau de conviction global.

**GESTION  
DIVERSIFIÉE**

positive vis-à-vis de la paire USD/GBP. Le caractère cyclique de la livre sterling, le ralentissement de la croissance britannique et la faiblesse des taux réels au Royaume-Uni (par rapport aux États-Unis) sont des facteurs défavorables. Le dollar canadien, autre devise cyclique, pourrait subir la pression du ralentissement de la croissance, ce qui nous amène à conserver notre opinion positive sur le NOK/CAD. Nous maintenons également notre opinion positive vis-à-vis des devises refuges, notamment le CHF/GBP et le JPY/EUR. L'évolution de la dynamique du dollar a également une incidence sur notre opinion à l'égard des devises émergentes. S'agissant du BRL/ZAR, nous ne sommes

plus négatifs à l'égard du ZAR, mais pensons que les investisseurs devraient envisager de maintenir une exposition au BRL, car le Brésil présente toujours des perspectives positives à long terme.

**Risques et couvertures**

Le ralentissement de la croissance et le niveau élevé de l'inflation nécessitent une diversification et des couvertures efficaces, ce qui nous conduit à rester positifs à l'égard de l'or et, à la marge, du pétrole. Les investisseurs devraient également conserver des protections sur les actions et renforcer leurs couvertures sur le haut rendement américain.

MARCHÉS  
OBLIGATAIRES

## Actifs sur la duration et vigilants concernant le risque de liquidité



**Amaury D'ORSAY,**  
Directeur du Métier Fixed Income



**Yerlan SYZDYKOV,**  
Responsable mondial  
des Marchés Émergents



**Kenneth J. TAUBES,**  
Directeur des Investissements US

Le travail de la Fed n'est pas encore terminé, car l'inflation sous-jacente des services persiste. Aussi nous restons vigilants concernant l'effet de la hausse des taux sur la liquidité du marché et les spreads de crédit

Bien que l'inflation reste élevée, elle semble avoir atteint son point haut aux États-Unis et, dans une certaine mesure, en Europe. Cela, conjugué aux commentaires de la Fed et de la BCE sur les taux d'intérêt, a eu un effet important sur les rendements core et les actifs risqués. Toutefois, les risques de perte de crédibilité et d'assouplissement des conditions financières, alors que les banques centrales tentent de contenir l'inflation, sont élevés.

**Par conséquent, elles devraient maintenir une trajectoire de resserrement, tout en ralentissant le rythme des hausses de taux du fait de la dégradation des perspectives économiques.** En revanche, la baisse des niveaux de trésorerie des entreprises, le durcissement des conditions de crédit des banques et les risques de défaut des acteurs les plus endettés pourraient poser problème. **Par conséquent, dans le cadre d'un positionnement globalement prudent, nous restons sélectifs et identifions des opportunités bottom-up sur les obligations américaines IG et la dette en devise forte des marchés émergents.**

### Obligations mondiales et européennes

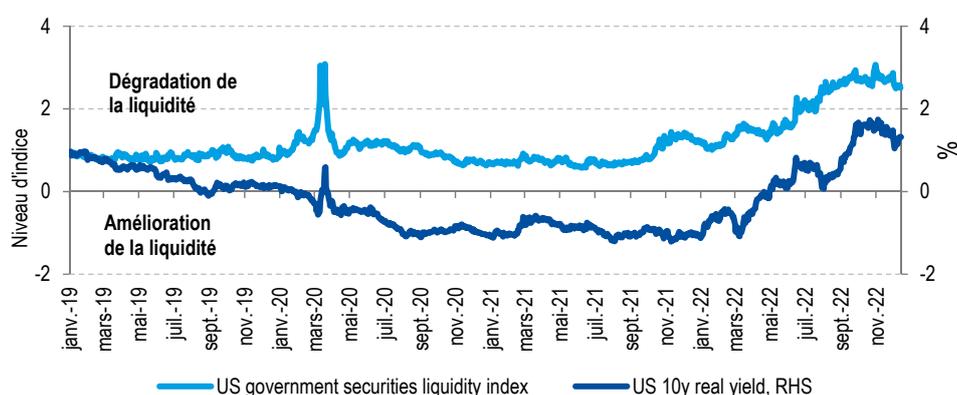
Alors que les politiques des banques centrales continuent d'évoluer, nous restons actifs sur la duration et légèrement prudents, aux États-Unis, en Europe, au Royaume-Uni et au Japon. Nous recherchons également des opportunités sur différentes courbes de taux et réduisons légèrement nos perspectives d'aplatissement de la courbe en Europe. Concernant les dettes périphériques, nous maintenons une position proche de la

neutralité. Même si nous reconnaissons que le sentiment devient plus positif à mesure que les banques centrales signalent leur intention de réduire l'ampleur des hausses de taux futures, nous restons peu disposés à accroître le risque lié au crédit. Nous maintenons notre opinion légèrement positive, avec une préférence pour l'IG et la dette financière subordonnée de la zone euro. Toutefois, nous évitons les entreprises fortement endettées en raison de la détérioration des niveaux de trésorerie et de la persistance des inquiétudes concernant les bénéfiques. En particulier, nous restons prudents vis-à-vis du haut rendement.

### Obligations américaines

Les signaux sont mitigés : l'emploi et la situation financière des ménages résistent, mais la masse monétaire fléchit et les courbes de taux sont inversées. L'inflation sous-jacente des services persiste, ce qui devrait conduire la Fed à poursuivre son resserrement monétaire. Dans ce contexte, nous restons actifs sur la duration, avec un biais en faveur de la neutralité. Nous adoptons une approche active similaire à l'égard des TIPS, qui semblent raisonnablement valorisés. En ce qui concerne le crédit, nous restons très sélectifs, avec une préférence pour les valeurs financières par rapport aux valeurs industrielles, et une forte attention à la liquidité. De manière générale, nous privilégions également les segments de meilleure qualité. Sur le marché de la titrisation, compte tenu de la volatilité des taux d'intérêt, les investisseurs doivent être flexibles, en particulier à l'égard des MBS d'agences. Bien que les fondamentaux de la consommation restent actuellement solides,

### Attention à la détérioration des conditions de liquidité



Source : Amundi Institute, Bloomberg. Données au 13 décembre 2022.

HY = haut rendement, IG = investment grade, EUR = euro, RMBS = titres adossés à l'immobilier résidentiel, ABS = titres adossés à des actifs, MBS = titres adossés à des créances hypothécaires, QT = resserrement quantitatif.

## MARCHÉS OBLIGATAIRES

ils pourraient se retrouver sous pression à mesure que le surplus d'épargne s'érode.

### **Obligations des marchés émergents**

Nous pensons que des opportunités se présenteront en 2023, grâce à une certaine stabilité des taux core américains. Les *spreads* offrent actuellement un point d'entrée intéressant pour les dettes en devises fortes, et concernant les dettes en monnaie locale, les valorisations sont attractives. Nous évaluons comment un éventuel affaiblissement du dollar et la réouverture de la Chine pourraient affecter les obligations chinoises. En Amérique

latine, nous sommes positifs à l'égard du Brésil, mais surveillons les évolutions politiques.

### **Devises**

Nous gardons une vue positive sur le dollar, mais le pic d'inflation nous conduit à légèrement réduire notre conviction. Sur les marchés émergents, nous avons renforcé notre conviction vis-à-vis du BRL/USD. Les devises d'Amérique latine offrent un portage intéressant et devraient bénéficier de toute modification de tendance du dollar américain. Nous sommes positifs sur le MXN mais défensifs sur le TWD et le HUF.

ACTIONS

## Ne pas courir après le rebond et rester équilibré



**Kasper ELMGREEN,**  
Responsable Actions



**Yerlan SYZDYKOV,**  
Responsable mondial  
des Marchés Émergents



**Kenneth J. TAUBES,**  
Directeur des Investissements US

### Évaluation globale

Le rebond des actions semble refléter un soulagement du fait des signaux envoyés par la Fed et de l'optimisme lié à la réouverture de la Chine. Mais cette résilience pourrait atteindre sa limite en raison des pressions sur les marges et du ralentissement de la demande (affectant les revenus). Nous pensons que les coûts augmenteront de façon à la fois structurelle et cyclique, et que les marges se réduiront alors que les consommateurs limiteront leurs dépenses pour contrer les effets de l'inflation toujours élevée. **Par conséquent, nous constatons des divergences importantes en termes de valorisations et de perspectives de bénéfiques, d'où la nécessité d'adopter une approche sélective.** En outre, nous apprécions les actions sous-évaluées, de qualité et à dividendes, ce qui doit toutefois être complété par une analyse bottom-up solide.

### Actions européennes

Selon une approche de style « barbell », nous sommes plus équilibrés, avec des opinions positives sur les secteurs cycliques de qualité tels que l'industrie et la finance (plus constructifs). **Toutefois, nous ajustons rapidement nos vues dans un contexte d'évolution des marchés.** Par exemple, nous prenons des bénéfiques sur certaines valeurs industrielles, compte tenu de leurs bonnes performances. D'autre part, nous nous intéressons également, de façon idiosyncratique, aux titres qui ont été excessivement pénalisés par les marchés. À l'autre extrême, nous sommes **optimistes à**

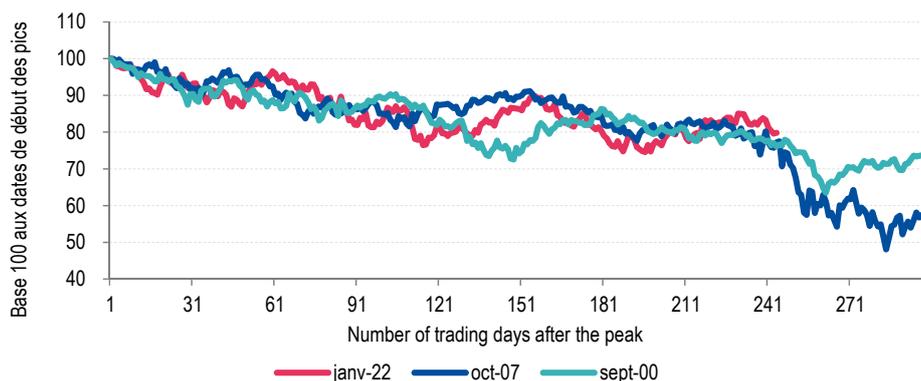
**l'égard des valeurs défensives présentant des valorisations attractives dans le secteur des biens de consommation essentiels, mais nous avons renforcé notre positionnement prudent à l'égard de la consommation discrétionnaire.** Fait important, alors que l'Europe est confrontée à une crise énergétique, nous pensons que les progrès en matière d'investissement ESG devraient continuer. En fait, c'est le moment d'identifier les sociétés qui présentent un potentiel d'amélioration de leurs performances ESG et qui pourraient, à ce titre, récompenser les investisseurs. Dans l'ensemble, nous continuons de privilégier la solidité des bilans.

### Actions américaines

**Les entreprises pourraient être confrontées à une contraction de leurs marges, car l'emploi reste solide, les salaires augmentent et le dollar est un frein.** Si la désinflation des biens se poursuit, ces pressions pourraient s'aggraver. Partant, les anticipations globales de bénéfiques des marchés pour 2023 sont encore trop élevées. Le moment est à la sélection de titres, en passant au crible les valeurs chères, y compris les petites capitalisations, et en évaluant avec soin le potentiel de bénéfiques et la résilience des modèles économiques. Cette dispersion des valorisations devrait également favoriser la **poursuite de la surperformance des actions sous-évaluées par rapport aux valeurs de croissance.** Au niveau sectoriel, notre vue devient plus neutre concernant la consommation cyclique, notamment les sociétés de services et de distribution.

*Les anticipations de bénéfiques des marchés semblent trop optimistes et devront être revues à la baisse. Ce qui implique des ajustements par rapport aux niveaux actuels*

### Tendance du S&P 500 après les pics : janv. 2022, oct. 2007, sept. 2000



Source : Amundi Institute, Bloomberg. Données au 20 décembre 2022. Le point de départ de 100 montre les pics de l'indice en janvier 2022, octobre 2007 et septembre 2000.

## ACTIONS

En effet, bien que certaines enquêtes de confiance des ménages restent solides, nous constatons que les consommateurs se tournent vers des produits moins chers pour faire face à la pression sur leurs revenus. En revanche, **nous sommes positifs à l'égard des banques affichant un rendement des capitaux propres stable et de certaines valeurs du secteur de la santé.**

**Actions émergentes**

**La fin plus rapide que prévu des politiques « zéro covid » en Chine pourrait constituer**

**un tournant pour les actions des marchés émergents.** De plus, les valorisations sont attractives et le frein lié au dollar devrait être limité. Cela étant, nous sommes très sélectifs et restons flexibles, ce qui nous a permis de **revoir à la hausse notre exposition aux actions chinoises**, tout en surveillant l'évolution du contexte politique au Brésil.

Au niveau sectoriel, nous préférons l'énergie aux matériaux et privilégions l'immobilier et la consommation cyclique, en particulier en Chine dans un contexte de rebond suite à l'évolution des politiques anti-covid.

LE THÈME DU MOIS

## Chine : retour au pragmatisme



**Claire HUANG**

Macrostratège Senior, Marchés émergents, Amundi Institute

**2022 s'est terminée sur une réouverture soudaine et accélérée. En l'espace d'un mois, la Chine a supprimé la plupart des restrictions sanitaires, a annoncé davantage de soutien au marché immobilier et a mis en place des politiques favorables à la croissance. Nous nous attendons à ce que l'économie chinoise échappe au ralentissement mondial en 2023, en accélérant à partir d'un point bas.**

### Réouverture accélérée

L'optimisation de la politique de zéro Covid (20 mesures) mise en œuvre le 12 novembre était initialement envisagée par les dirigeants comme un outil efficace pour trouver le bon équilibre entre croissance économique et lutte contre l'épidémie. Toutefois, le variant Omicron étant particulièrement contagieux, ces mesures n'ont pas empêché le virus de se propager rapidement et les cas de se multiplier dans tout le pays. Pendant ce temps, la mise en œuvre des nouvelles politiques a semé la confusion au niveau des autorités locales. La plupart d'entre elles ont choisi de renforcer les restrictions, afin d'aplanir la courbe des contaminations. L'activité économique est restée déprimée tandis que la mauvaise application des politiques anti-Covid a généré des troubles sociaux. L'optimisation de la politique de « zéro Covid » s'étant révélée inefficace pour contenir l'épidémie, la Chine a choisi de s'engager dans une procédure de réouverture accélérée plutôt que de revenir à des mesures de confinement draconiennes. Depuis fin novembre, le pays a supprimé les dépistages obligatoires pour la plupart des voyages, autorisé les quarantaines à domicile pour les cas positifs et introduit le deuxième rappel pour la population âgée.

Cette réouverture précoce et rapide a surpris la population et le marché chinois, car le système médical est encore loin d'être prêt. Aussi, la phase initiale de réouverture sera chaotique

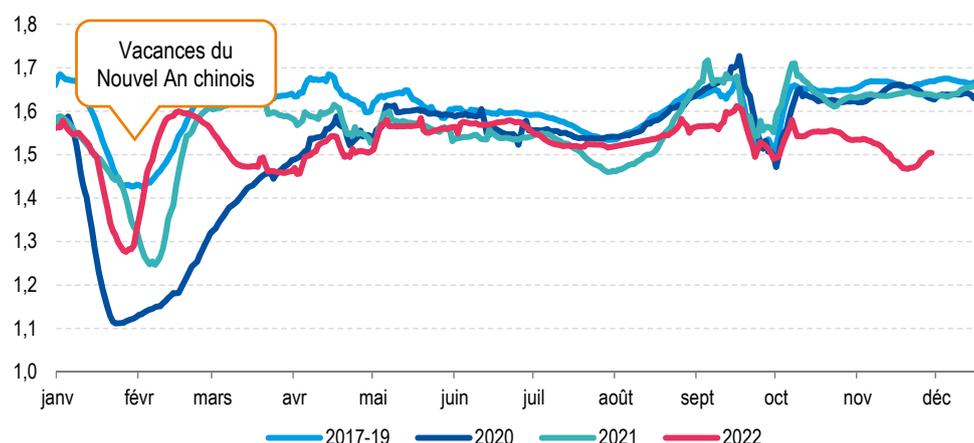
et s'accompagnera d'une augmentation des hospitalisations et d'une baisse de la mobilité. On constate déjà des pénuries de certains médicaments. Toutefois, nous ne nous attendons pas à ce que le gouvernement chinois fasse marche arrière. Le pays a dépassé le point de non-retour. La priorité est maintenant de recentrer les maigres ressources médicales sur ceux qui en ont le plus besoin et d'accélérer les campagnes de rappel pour les personnes âgées. Bientôt, les gouvernements locaux devront abandonner la plupart des restrictions. Les autorités sanitaires ont annoncé l'abandon des règles de quarantaine pour les visiteurs étrangers le 8 janvier, juste avant les vacances du Nouvel An chinois (22 janvier), soit bien plus tôt que ce que nous envisagions il y a un mois.

### Une réouverture complète semble à présent probable avant la fin du premier trimestre.

Les pics d'infection se succéderont dans les différentes régions. Par exemple, Pékin qui a été contaminée en premier devrait aussi être la première à passer le pic. Toutefois, la plupart des villes atteindront le pic de cette première vague vers la mi-janvier et sa fin avant le mois de mars. Nous nous attendons à ce que la plupart des restrictions soient levées après les vacances du Nouvel An chinois (fin janvier). Le retour sur les lieux de travail devrait débuter en février et le plein régime de production être rétabli en mars.

Une réouverture complète semble à présent probable d'ici la fin du premier trimestre

### 1/ Mobilité des ménages chinois



Source : Amundi Institute, Wind. Données au 20 décembre 2022.

LE THÈME DU MOIS

*Un revirement politique généralisé pour soutenir la croissance*

Récession hivernale, suivie d'un fort rebond au printemps

La réalité est toutefois sombre pour le moment. La croissance économique a de nouveau chuté en novembre, en raison du tour de vis supplémentaire imposé par les gouvernements locaux juste après le Congrès du Parti. Les secteurs de la consommation et des services ont été les plus touchés. Les données relatives à la mobilité (graphique 1) ont commencé à se redresser fin novembre, mais cette amélioration a ralenti et devrait

s'interrompre avec la multiplication des infections. L'expérience des autres économies asiatiques montre qu'il faut deux à trois mois avant une reprise significative des activités. De plus, compte tenu du ralentissement de l'activité durant les vacances du Nouvel An chinois, nous prévoyons une faible croissance jusqu'en février 2023. Le véritable redressement interviendra en mars et au deuxième trimestre 2023.

Politiques favorables à la croissance en 2023

Outre l'actualité liée à la réouverture, la Conférence centrale sur le travail économique (Central Economic Work Conference - CEWC), qui s'est tenue les 15 et 16 décembre, a témoigné d'un virage politique plus large en faveur du soutien de la croissance. De façon notable, les dirigeants ont mentionné qu'il est fondamental de ranimer les attentes et la confiance. Plus spécifiquement, nous constatons un revirement des politiques en faveur des grandes plateformes internet, via la reconnaissance de leur rôle dans la création d'emplois et un soutien à leur compétitivité au niveau mondial.

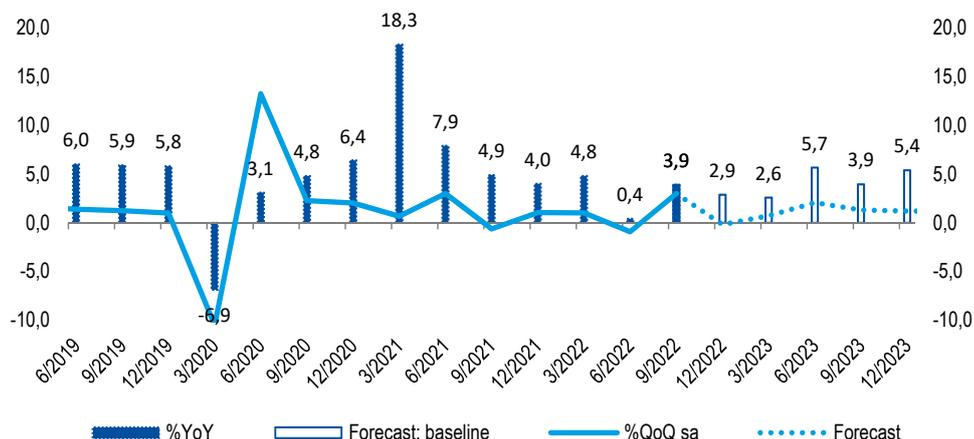
En termes de politique macroéconomique, la conférence a plaidé pour une augmentation des dépenses budgétaires et ainsi que pour une politique monétaire accommodante, mais plus ciblée avec une orientation des financements vers les petites et microentreprises, l'innovation technologique et la transition écologique. La consommation a été mise en avant comme une priorité pour développer la demande intérieure, notamment via un soutien à l'amélioration des logements, aux véhicules électriques et aux services de soins pour les personnes âgées. **Cela implique un moindre rôle des investissements en infrastructures, qui ne**

**sont plus nécessaires comme amortisseur face aux pressions baissières sur la croissance.**

En parallèle, **les mesures visant à freiner le marché du logement sont officiellement terminées.** La nouvelle orientation politique a permis de stabiliser le marché et de relancer les ventes de logements, la construction et les transactions foncières après un fort ralentissement. En reconnaissant que la crise du logement est systémique et que le rôle de l'immobilier dans l'économie est primordial, les responsables entendent faciliter la livraison des projets, encourager les fusions et acquisitions, répondre aux besoins de financement des promoteurs et réduire les risques menaçant les acteurs de qualité. Avec le retour à la stabilité du marché immobilier et la réouverture de l'économie, nous prévoyons une accélération de la croissance chinoise depuis son point bas de 2022. La trajectoire de reprise sera irrégulière et dépendra de la manière dont les décideurs politiques géreront la réouverture. **Les données actuelles permettent d'anticiper quelques difficultés brèves et sévères à court terme avant une trajectoire plus fluide en 2023.**

Achévé de rédiger le 26 décembre 2022

2/ Croissance prévisionnelle de la Chine



Source : Amundi Institute, CEIC. Données au 20 décembre 2022.

## THÉMATIQUE



**Didier BOROWSKI,**  
*Responsable de la recherche sur  
les politiques macroéconomiques,  
Amundi Institute*

*En raison de l'inflation élevée et de la baisse de la confiance des ménages et des entreprises, les perspectives restent très incertaines, avec un risque de rationnement du gaz pendant l'hiver, qui entraînerait une nouvelle baisse de la production industrielle*

## L'économie allemande en difficulté: pourquoi ce pourrait être une bonne nouvelle pour l'Europe

La crise énergétique résultant de la guerre en Ukraine a profondément altéré les performances et les perspectives économiques de l'Europe. Son impact sur les différents pays est variable en fonction de leur dépendance au gaz et au pétrole russes. L'industrie allemande est particulièrement touchée. Mais au-delà de l'industrie, c'est tout le modèle économique allemand qui se trouve bousculé. Nous faisons ici un point rapide sur les perspectives de l'économie allemande pour 2023 et 2024. Nous rappelons ensuite que les défis à relever le sont à l'échelle européenne et que seule une approche coordonnée au niveau de l'UE permettra aux pays membres de les relever. Sur ce plan, l'actualité récente va dans le bon sens.

### Crise énergétique : une équation complexe pour l'Allemagne

L'économie était excessivement dépendante du gaz, du pétrole et du charbon russe. L'Allemagne, comme tous les pays européens, doit maintenant revoir son mix énergétique. De toute évidence, l'ère de la dépendance de l'Allemagne à la Russie est révolue. Si une diversification des fournisseurs d'énergie s'impose, elle prendra des années à se mettre en place. À court terme, malgré des stocks de gaz à 100 %, la consommation des ménages doit baisser de 20 %, sans quoi les pénuries de gaz pendant l'hiver seront inévitables.

**L'industrie a déjà réduit sa consommation de gaz d'environ 25 % (par rapport à la moyenne de 2018 à 2021), notamment par la réduction de la production dans certaines industries.** La production d'électricité à partir de gaz a été réduite et remplacée par des centrales à charbon qui ont été réactivées. Les trois dernières centrales nucléaires, dont la fermeture était prévue début 2023, continueront à fonctionner jusqu'à la mi-avril 2023.

### Une récession est probablement inévitable à court terme, mais elle devrait être de courte durée

En définitive, les prix de l'énergie demeurent l'un des facteurs déterminants des perspectives économiques. **En raison de l'inflation élevée et de la baisse de la confiance des ménages et des entreprises, les perspectives restent très incertaines, avec un risque de rationnement du gaz pendant l'hiver, qui entraînerait une nouvelle baisse de la production industrielle.** À court terme, les déterminants de la demande intérieure (consommation et investissement) sont affaiblis. Les prix élevés de l'énergie pèsent sur l'industrie, la construction et les investissements. Pendant ce temps, l'inflation érode les revenus réels et l'épargne et freine ainsi la consommation malgré un surplus d'épargne élevé. Les salaires réels sont en baisse malgré les augmentations des salaires négociés et un marché du travail solide (les pénuries de main-d'œuvre se sont intensifiées

malgré le fait que l'Allemagne a accueilli un million de réfugiés d'Ukraine, soit 1,2 % de la population allemande).

Sur le plan extérieur, la situation n'est guère meilleure. Les pertes de compétitivité et l'affaiblissement de la croissance mondiale pèsent sur les exportations allemandes, tandis que les importations ont augmenté avec la facture énergétique. L'excédent de la balance courante a ainsi été réduit de moitié, passant de 7,5 % du PIB en 2021 à environ 3,5 % du PIB en 2022 et devrait encore diminuer en 2023. Ainsi, le commerce extérieur, qui a contribué négativement à la croissance depuis le début de 2022, continuera de peser en 2023. Une récession semble donc inévitable à court terme malgré la résilience observée depuis début 2022<sup>1</sup>.

### La récession devrait néanmoins être contenue grâce à une politique budgétaire expansionniste

Trois dispositifs d'aide à l'énergie ont été mis en place, avec 95 milliards d'euros (2,6 % du PIB) en dépenses directes et un fonds d'aide à l'énergie de 200 milliards d'euros (5,5 % du PIB) pour amortir l'impact de la hausse des coûts de l'énergie sur les entreprises et les

ménages, dont un « frein » sur les prix du gaz. Le taux de TVA sur le gaz a été réduit de 19 % à 7 % en octobre. Cela dit, on notera que les métriques de dette se détériorent peu grâce aux recettes fiscales supplémentaires générées par l'inflation et la hausse du PIB

<sup>1</sup> Nos prévisions de croissance du PIB : 1,8 % en 2022, -0,7 % en 2023 et 0,9 % en 2024. Et pour l'inflation : 9,0 % en 2022, 7,6 % en 2023 et 2,9 % en 2024.

## THÉMATIQUE

*La crise énergétique ne prendra pas fin avec la cessation des hostilités en Ukraine. Nous pensons que les prix du gaz augmenteront à nouveau en 2023 en raison d'une demande élevée et d'une offre faible*

nominal. Le déficit budgétaire est estimé à environ 3 % du PIB en 2022 et à peine plus

en 2023, tandis que le ratio dette/PIB devrait passer sous la barre des 69 % du PIB.

**À moyen terme, les objectifs ambitieux en matière de climat et de politique devraient soutenir la croissance**

Le gouvernement prévoit d'investir environ 200 milliards d'euros d'ici 2026, avec des incitations fiscales pour attirer les investissements privés et une augmentation des dépenses militaires de 100 milliards d'euros au cours des prochaines années. Le soutien à la croissance sera limité par les contraintes de capacité dans le secteur de la construction et les procédures de planification

et d'approbation très longues et complexes ralentiront le décaissement des fonds.

Ces investissements financés par la dette, ainsi que le fonds d'aide à l'énergie, seront financés par des budgets fictifs, dont les dépenses sont exclues du frein à l'endettement national, qui devrait être rétabli à partir de 2023.

**Une reprise modeste pour 2023-2024**

Premièrement, l'inflation va ralentir, mais rester élevée en 2023 (répercussion des prix de l'énergie et des prix à la production sur les consommateurs, dépréciation de l'euro, pressions salariales croissantes). Ensuite, les investissements devraient finir par rebondir (épargne élevée des entreprises, besoins d'investissement liés à la relocalisation des chaînes de valeur, développement nécessaire des énergies renouvelables, augmentation des investissements publics). En outre, d'ici à la fin de 2023, un cessez-le-feu en Ukraine

pourrait contribuer à rétablir la confiance des investisseurs, des entreprises et des ménages. Cela dit, **la crise énergétique ne prendra pas fin avec la cessation des hostilités en Ukraine. Nous pensons que les prix du gaz augmenteront à nouveau en 2023 en raison d'une demande élevée et d'une offre faible.** Dans ce contexte, c'est l'avenir de l'industrie et la pérennité du modèle économique allemand qui sont menacés.

**L'Allemagne doit repenser son modèle**

La croissance potentielle de l'Allemagne a été considérablement affaiblie (elle est estimée à seulement 0,5 % en moyenne en 2023-2024). Certaines entreprises envisagent de délocaliser leur production dans des régions où l'énergie est moins chère. Une enquête menée par le BDI a révélé que près d'une PME sur quatre (*Mittelstand*) envisageait de transférer sa production à l'étranger.

véhicules électriques seraient réservées à ceux fabriqués avec des pièces provenant d'Amérique du Nord et assemblés dans ce pays, un dispositif qui accélérerait la désindustrialisation de l'Allemagne et saperait l'industrie européenne.

La loi sur la réduction de l'inflation (*Inflation Reduction Act - IRA*) de l'administration américaine, qui prévoit 370 milliards de dollars de subventions pour les technologies vertes, constitue une menace. Aux termes de cette loi, les subventions pour l'achat de

**Avec une pénurie d'emplois qualifiés, une mondialisation moins porteuse (l'Allemagne est encore trop dépendante de la Chine) et des prix de l'énergie structurellement plus élevés, l'Allemagne doit repenser son modèle économique.** Et, compte tenu de l'étroite imbrication des économies européennes, l'Allemagne ne peut faire cavalier seul.

**Au niveau européen, l'intérêt commun devrait finalement prévaloir malgré des tensions inévitables**

Les différentes réponses budgétaires ont engendré une certaine confusion. Des dissensions ont vu le jour entre les principaux pays de la zone euro et plus particulièrement entre la France et l'Allemagne. De plus, la réforme du pacte de stabilité et de croissance (en cours de révision jusqu'au printemps/été 2023) pourrait encore être une source de tension entre les États membres de l'UE. La gouvernance fiscale/budgétaire a en effet toujours été le point le plus sensible de la construction européenne. Toutefois, nous

pensons que **les intérêts communs finiront par prévaloir en 2023-2024.**

Ceci transparait, par exemple, dans certains accords conclus dernièrement :

- **En matière de défense :** le 18 novembre, la France, l'Allemagne et l'Espagne sont parvenues à un accord sur le lancement de la prochaine phase de développement d'un nouvel avion de combat (SCAF), le plus grand projet de défense européen, dont le coût est estimé à plus de 100 milliards d'euros.

## THÉMATIQUE

*À l'instar de toutes les crises passées en Europe, la crise énergétique devrait encourager les Européens à aller de l'avant et à faire progresser leurs institutions. Sans compter qu'elle va probablement accélérer la transition énergétique dans les années à venir*

Au départ, ce projet était destiné à unifier les Européens après le Brexit. Or, il était devenu une source de tensions entre la France et l'Allemagne, bien que les gouvernements français et allemand soient globalement d'accord sur le projet.

- **En matière d'énergie** : le 25 novembre, la France et l'Allemagne ont signé un accord pour se soutenir mutuellement afin de sécuriser leur approvisionnement énergétique. Des mesures concrètes sont prévues, notamment le soutien de la France à l'Allemagne par des livraisons de gaz, tandis que l'Allemagne aidera la France à sécuriser son approvisionnement en électricité.

En outre, le 19 décembre les pays européens sont enfin parvenus à un accord pour plafonner le prix du gaz naturel à 180 €/MWh, mettant fin à des mois de querelles politiques sur l'opportunité d'intervenir durant la crise énergétique. Le plafond, qui a été conçu comme un moyen de dissuasion plutôt que comme un outil à utiliser activement, vise avant tout à prévenir les pics extrêmes. Conjointement à d'autres pays, l'Allemagne e avait exprimé la crainte que le plafonnement des prix en Europe ne rende la région moins

attractive pour les vendeurs du reste du monde, à un moment où l'UE cherche des alternatives aux approvisionnements russes. Cet accord pourrait permettre de débloquer d'autres mesures d'urgence visant à limiter la volatilité du marché et même ouvrir la voie à des achats communs de gaz, qui avaient été mis en attente en raison d'un désaccord sur les plafonds de prix.

Pour conclure, qu'il s'agisse du projet de refonte du mix énergétique, de l'attitude à adopter vis-à-vis de la Chine, de la construction de l'indépendance stratégique, ou des mesures à mettre en place pour faire face aux conséquences de l'*Inflation Reduction Act* des États-Unis, les Européens ont plus d'intérêts communs que de points de divergence. Et en définitive, **à l'instar de toutes les crises passées en Europe, la crise énergétique devrait encourager les Européens à aller de l'avant et à faire progresser leurs institutions. Sans compter qu'elle va probablement accélérer la transition énergétique dans les années à venir.**

*Achévé de rédiger le 19 décembre 2022*

## SCÉNARIO CENTRAL & SCÉNARIOS ALTERNATIFS (HORIZON 12 À 18 MOIS)

### Mise à jour mensuelle

Nous maintenons les probabilités de nos scénarios. À noter : certains des facteurs de risque identifiés peuvent se concrétiser dans le cadre de notre scénario central, qui n'est probablement pas encore totalement intégré par les marchés. Les risques baissiers sont plus importants à court terme. Il faudrait toutefois une combinaison de plusieurs facteurs de risque pour déclencher le scénario baissier à l'horizon 12-18 mois. À cette échéance, nous pensons que les risques baissiers sont contrebalancés par les risques haussiers, ceux d'une baisse plus rapide qu'attendu de l'inflation due à une détente des prix du gaz, d'un cessez-le-feu en Ukraine, et/ou au resserrement combiné des politiques monétaires mondiales, dont l'impact est peut-être sous-estimé.

SCÉNARIO BAISSIER 15 %	SCÉNARIO CENTRAL 70 %	SCÉNARIO HAUSSIER 15 %
Récession mondiale sévère	Épisode stagflationniste, avec des divergences croissantes	Chute rapide de l'inflation mettant fin à l'épisode stagflationniste

#### Analyse

- 🌐 Aggravation/expansion de la **guerre en Ukraine**.
- 🌐 Crise énergétique et **profonde récession en Europe**.
- 🔥 **Retour en force du Covid-19**.
- 🌟🕒 **Désancrage des anticipations d'inflation**.
- 🟦 **Récession en Chine**.
- 🟦 **Récession mondiale** avec, dans un second temps, de nouvelles pressions déflationnistes.
- 🟦 **Crise financière mondiale/crise de la dette avec plusieurs défauts dans les ME**.
- 🕒 **Les gouvernements ne parviennent pas à mettre en œuvre des politiques budgétaires contracycliques**. Une crise financière ouvrirait possiblement la voie à des mesures de répression financière.
- 🌿 **Report des mesures de transition climatique**.

#### Analyse

- 🌐 **Enlisement dans la guerre en Ukraine**. Nous tablons sur un cessez-le-feu d'ici fin 2023. Mais d'ici là, la situation pourrait continuer à se détériorer.
- 🌐 **La crise énergétique va durer**. Les prix du gaz devraient augmenter au cours de la phase de reconstitution des stocks, sans plafond crédible dans l'UE.
- 🔥 **Le Covid-19** devient endémique.
- 🌟 **L'inflation ne parvient pas** à revenir dans la fourchette cible de la BC avant 2024.
- 🌟 **Fort ralentissement économique mondial en 2023**: récession en Europe, augmentation du risque de récession aux États-Unis et en Chine. Reprise lente avec croissance inférieure à son potentiel en 2024.
- 🌟 **La croissance du PIB nominal mondial** atténue l'impact du ralentissement sur les bénéfices.
- 🕒 **Divergences entre BC**: la Fed et la BCE poursuivent la normalisation de leur politique monétaire mais réduisent l'ampleur des hausses; la BCE ne peut pas en faire autant que la Fed et pourrait devoir activer le TPI; la PBoC conserve un biais accommodant.
- 🕒 **Policy mix incohérent dans l'UE**: politiques budgétaires accommodantes, mais non coordonnées et mal ciblées. À l'inverse, impulsion budgétaire négative aux États-Unis en 2022, mais qui devrait être plus neutre en 2023-2024.
- 🌿 **Le changement climatique** perturbe le cycle des matières premières et renforce la dynamique stagflationniste.

#### Analyse

- 🌐 **Cessez-le-feu en Ukraine** ouvrant la voie à des pourparlers de paix.
- 🌐 **La Russie reprend partiellement ses exportations de gaz vers l'Europe**, le marché des matières premières se normalise.
- 🔥 **Le Covid-19** recule.
- 🌟 **L'inflation retombe rapidement**, les goulets d'étranglement de l'offre se résorbent.
- 🌟 **Les craintes de récession mondiale se dissipent** et l'inflation revient progressivement à un niveau plus normal, ce qui allège la pression sur les BC.
- 🟦 **Diminution de l'incertitude**: l'excès d'épargne et le rebond du pouvoir d'achat permettent d'alimenter la consommation et l'investissement dans les MD sans érosion des marges des entreprises.
- 🕒 **Rétablissement progressif** de la discipline budgétaire. En Europe, un nouveau plan (dette commune) est mis en place pour soutenir la transition énergétique.
- 🌿 Les politiques de **lutte contre le changement climatique** et les transitions énergétiques deviennent des priorités absolues.

**SCÉNARIO CENTRAL & SCÉNARIOS ALTERNATIFS (HORIZON 12 À 18 MOIS)**

**SCÉNARIO BAISSIER**  
15 %

**Effondrement global**

**Répercussions sur les marchés**

- Privilégier le monétaire l'USD et les bons du Trésor américain
- Miser sur les stratégies de volatilité minimum
- Or

**SCÉNARIO CENTRAL**  
70 %

**Épisode stagflationniste, avec des divergences croissantes**

**Répercussions sur les marchés**

- Rendements prévisionnels ajustés du risque plus faibles
- Pentification limitée de la courbe de rendement des taux, les emprunts d'État retrouvent leur fonction de couverture contre une récession plus profonde
- Couverture contre l'inflation avec l'or, les obligations indexées sur l'inflation, les actions, les actifs réels et les matières premières
- ME: prudence à court terme. Scénario de revenu réel et de croissance à long terme intact

**SCÉNARIO HAUSSIER**  
15 %

**Chute rapide de l'inflation mettant fin à l'épisode stagflationniste**

**Répercussions sur les marchés**

- Pentification baissière de la courbe des titres du Trésor américain
- Privilégier les actifs risqués cycliques et décotés
- Dépréciation du dollar américain.
- Privilégier les obligations indexées sur l'inflation et les actions comme couvertures contre l'inflation

## PRINCIPAUX RISQUES

### Mise à jour mensuelle

Les risques demeurent présents sur tous les fronts, mais avec un peu moins d'intensité en ce début d'année 2023 et nous avons donc abaissé les probabilités de 30 à 25 %. Les fondamentaux économiques se détériorent à l'échelle mondiale, ce qui est pris en compte dans le scénario central, mais n'est pas encore totalement intégré dans les marchés d'actions. L'évolution de la guerre en Ukraine et ses implications potentielles peuvent faire basculer le scénario dans l'une ou l'autre direction; les risques sont orientés à la baisse à court terme, mais un cessez-le-feu d'ici la fin de l'année reste néanmoins l'hypothèse la plus vraisemblable. Nous considérons les risques liés au Covid-19 comme faisant partie des risques économiques. Les risques sont répartis en catégories pour faciliter la définition des stratégies de couverture, mais ils sont évidemment liés entre eux.

#### RISQUE ÉCONOMIQUE 25 %

- **Récession mondiale** résultant d'un choc pétrolier et gazier, d'un resserrement des conditions monétaires et de la chute du pouvoir d'achat
- **L'utilisation par les Russes de l'approvisionnement en gaz comme d'une arme** pourrait provoquer une **grave crise énergétique en Europe**, entraînant une **profonde récession** (choc de confiance)
- **Crise économique en Europe de l'Est** en conséquence de l'effondrement de l'économie russe, de la hausse des prix de l'énergie, de l'inflation incontrôlée et d'une crise migratoire
- **Les banques centrales continuent de relever les taux d'intérêt**, donnant la priorité à la lutte contre l'inflation, et sans se préoccuper des risques de récession
- **Récession mondiale des bénéficiaires** déclenchée par le ralentissement mondial conjugué à des pressions persistantes sur le coût des intrants (compression des marges)
- **Récession en Chine**: la nouvelle vague de covid n'est pas contenue
- **Fin de la grande coïncidence**: avec la persistance des pressions stagflationnistes, les objectifs des BC et des gouvernements ne sont plus totalement alignés. Il en résulte une réduction de la marge de manœuvre pour les politiques budgétaires contracycliques
- **Pandémie**
  - Apparition de variants plus dangereux et résistants aux vaccins
  - Reconfinements et restrictions de déplacement
- **Les événements naturels liés au changement climatique** réduisent la visibilité en matière de croissance et d'équilibre social

**+** Instruments monétaires, obligations indexées sur l'inflation, JPY, or, USD, qualité vs croissance, défensives vs cycliques

**-** Actifs risqués, AUD, CAD et NZD, dette émergente en devise locale

#### RISQUE FINANCIER 25 %

- **Crise de la dette souveraine**
  - Une guerre prolongée en Ukraine mettrait à mal les finances publiques vulnérables des économies développées dont les ratios de dette publique atteignent déjà des niveaux records
  - La perte d'ancrage des anticipations d'inflation pourrait entraîner un durcissement plus marqué des politiques monétaires et une dislocation des marchés obligataires
  - La plupart des pays sont vulnérables à une dégradation de leur note et à une hausse des taux d'intérêt
  - Les marchés émergents fragiles pourraient être confrontés à une crise de la balance des paiements et à une hausse du risque de défaut
- **Hausse du risque d'insolvabilité des entreprises**, dans un contexte de détérioration des fondamentaux, d'incertitude croissante et de pression sur les marges des entreprises (coût élevé des intrants, doubles commandes entraînant des avertissements sur résultats)
- **Écoblanchiment généralisé et bulle de l'investissement ESG** compromettent le financement de la transition énergétique
- **La surréaction du dollar** conduit à déstabiliser le marché des changes

**+** CHF, JPY, or, CDS, optionnalité, volatilité minimale

**-** Pétrole, actifs risqués, marchés frontières et émergents

#### RISQUE (GÉO)POLITIQUE 25 %

- **Guerre en Ukraine**:
  - **Les risques sont orientés à la baisse. Il existe une probabilité de 60 % d'une évolution négative de la guerre, avec une probabilité de 25 % de confrontation directe avec l'Occident.** Ce risque s'accroît chaque fois que la Russie subit des défaites militaires.
  - Malgré notre anticipation d'une aggravation du conflit dans l'intervalle, **notre scénario de base table sur une fin des hostilités en 2023** (probablement au S2) avec une probabilité de **35 %**.
- Après les élections de mi-mandat, **les États-Unis se concentreront sur les batailles politiques intérieures, qui accentueront les tensions avec la Chine**, les républicains et les démocrates étant partisans de l'adoption d'une ligne dure, **ce qui contribuera à accroître le risque lié à « Taïwan » en 2023.**
- **Instabilité politique dans les pays émergents** due à la hausse des prix de produits alimentaires et de l'énergie entraînant une vague de troubles sociaux.
- Regain d'inquiétude et nouvelles sanctions liés aux **programmes nucléaires** de l'Iran et de la Corée.
- Hausse du risque de **cyberattaques ou de violations de données** perturbant les systèmes informatiques dans les domaines de la sécurité, de l'énergie et des services de santé, la Russie cherchant à saper le soutien de l'Occident en faveur de l'Ukraine.

**+** Dette souveraine des marchés développés, instruments monétaires, or, USD, volatilité, défensives, pétrole

**-** Crédit et actions, EMBI

## ANALYSE CROSS ASSET : identification du point de retournement des marchés

Mise à jour mensuelle: le feu tricolore sur les facteurs techniques est passé de l'orange au rouge.



### **CONTEXTE ÉCONOMIQUE**

- La dynamique économique ralentit sous l'effet de pressions inflationnistes toujours élevées et d'un affaiblissement de la demande intérieure. Les risques de récession restent importants pour la mi-2023 aux États-Unis. En ce qui concerne l'Europe, nous confirmons nos anticipations d'une récession liée au coût de la vie et à l'inflation au cours de la prochaine saison hivernale.
- L'inflation a atteint des sommets aux États-Unis. Nous tablons sur une décélération progressive des indices globaux et sous-jacents, même si des signes de persistance supérieure à la normale demeurent. Dans la zone euro, l'inflation pourrait être proche de son pic, mais devrait rester proche d'un taux à deux chiffres et demeurer à des niveaux tendus pendant quelques mois encore.
- Les tensions persistantes sur le front géopolitique et le bras de fer entre politiques budgétaire et monétaire rendent la situation économique finale incertaine, ce qui exacerbe la volatilité des données.

### **FONDAMENTAUX & VALORISATION**

- Les actions semblent moins chères après le récent repli, mais nous ne voyons pas de catalyseurs forts pour les points d'entrée dans les prochaines semaines.
- Les multiples des actions semblent plus alignés sur l'environnement inflationniste actuel et le durcissement de la politique monétaire, même s'ils ne tiennent pas pleinement compte de la récession attendue des bénéfiques. En valeur relative, compte tenu des taux élevés, les fondamentaux ne sont pas favorables aux actifs risqués.
- Les fondamentaux se sont encore détériorés ; le scénario central pour le S1 2023 s'articule autour d'un repli des bénéfiques.



### **FACTEURS TECHNIQUES**

- Bien qu'encore très volatiles dans la configuration actuelle du marché, les conditions techniques ont évolué en territoire négatif en décembre 2022. Nos indicateurs de suivi des tendances ne voient pas l'intérêt d'être longs sur les actifs risqués car la plupart des tendances se sont fragmentées en décembre.

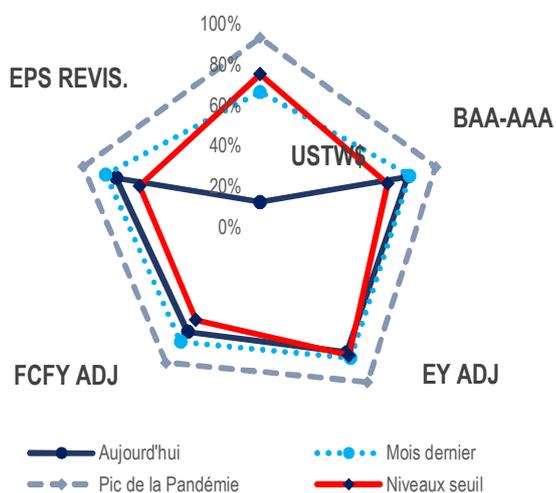
### **SENTIMENT**

- Le relâchement des pressions inflationnistes aux États-Unis a modéré la volatilité des taux d'intérêt et contribué à l'assouplissement des conditions financières. Les indicateurs d'appétit pour le risque restent fragiles. Les conditions financières sont tendues, mais se sont nettement assouplies. La forte correction du dollar a été intégrée à notre modèle CAST, qui anticipe désormais une probabilité d'aversion au risque beaucoup plus faible qu'en novembre.

## ANALYSE CROSS ASSET : Identification du point de retournement des marchés

### L'indicateur CAST (Cross Asset Sentinels Thresholds)

- La correction de l'USD a constitué un facteur de soutien solide en novembre. Le caractère défensif de CAST se modère.



Source : Amundi Institute, Données au 16 décembre 2022

La perception du risque de CAST n'a pas montré d'augmentation structurelle au T1, mais elle est devenue moins favorable depuis le T2. Les révisions des BPA restent négatives et la prime de risque du crédit reste élevée et supérieure aux niveaux d'alerte. Toutefois, l'évolution du dollar plaide en faveur d'un positionnement moins défensif. La probabilité CAST OFF n'est plus située aux points hauts et pénètre dans une zone neutre.

**Méthodologie :** Nous tenons compte de cinq variables appelées « sentinelles » : le taux de change du dollar américain pondéré des échanges commerciaux, le *spread* Moody's Baa-Aaa, les révisions des BPA, le risque lié au rendement ajusté des bénéfices et le risque de rendement ajusté des flux de trésorerie. Ces sentinelles servent à repositionner notre allocation d'actifs tactique. Une fois que des seuils fiables sont détectés, les cinq variables sont agrégées en un indicateur qui anticipe les conditions de stress du marché avec un certain niveau de conviction. Le pentagone représente les cinq sentinelles, la ligne rouge correspondant au seuil d'alerte. Plus la distance au-dessus de la ligne rouge est grande, plus la perception du risque est élevée et plus il est nécessaire d'envisager une allocation défensive.

## MÉTHODOLOGIE

### — Scénarios

Les probabilités traduisent le niveau de vraisemblance des régimes financiers (scénarios central, baissier et haussier) qui sont conditionnés et déterminés par nos prévisions macro-financières.

### — Risques

La probabilité des risques est le résultat d'une enquête interne. Les risques à surveiller sont regroupés en trois catégories : risque économique, risque financier et risque (géo)politique. Bien que ces trois catégories soient interconnectées, elles ont des épicentres spécifiques liés à leurs trois moteurs. Les pondérations (pourcentages) sont une synthèse des scénarios à plus fort impact, dérivés de l'enquête trimestrielle menée au sein de la plateforme d'investissement.

## POINTS CLÉS

**1 Perspectives de croissance mondiale**

- Les prévisions de PIB mondial pour 2023 ont été revues à la baisse de 2,5 % en variation annuelle à 2,2 %. L'inflation sous-jacente devrait persister dans les pays développés, tandis que les pays émergents sortent peu à peu gagnants de leur lutte contre l'inflation.
- Les banques centrales du G3 ne devraient plus procéder à des hausses de taux trop importantes et environ 40 % des banques centrales des pays émergents ont bouclé leur cycle de resserrement.
- L'atterrissage en douceur des États-Unis se confirme, avec une croissance très faible prévue au second semestre 2023 et des risques non négligeables de récession. L'inflation globale aux États-Unis ralentira sensiblement au premier semestre. Parmi les composantes de l'inflation sous-jacente, les biens essentiels seront déflationnistes, tandis que les services sous-jacents seront le principal moteur de la persistance de l'inflation au-dessus de l'objectif.
- L'économie de la zone euro devrait se contracter légèrement au quatrième trimestre 2022 et au premier trimestre 2023. Il est trop tôt pour parler de pic d'inflation. Au cours des prochains mois, nous anticipons un ralentissement significatif de l'inflation globale et une modération plus graduelle de l'inflation sous-jacente.
- La croissance des pays émergents a ralenti, malgré une possible réouverture anticipée en Chine. En octobre, l'inflation avait atteint un pic dans près de 60 % de l'univers émergent.

**Conséquences en matière d'investissement**

- Le contexte économique et le cycle des bénéfices resteront fragiles en 2023.
- Le positionnement cross-asset restera défensif dans ce contexte de correction : Sous-pondération des actions mondiales, surpondération des obligations d'État, des obligations indexées sur l'inflation, de l'IG et de l'or.

**2 Perspectives de la Fed**

- La Fed devrait réduire l'ampleur de ses hausses de taux, mais cela ne signifie pas qu'un virage accommodant soit probable à court terme.
- La Fed poursuivra ses efforts de lutte contre l'inflation, alors que le durcissement déjà réalisé commence à peser sur le marché du travail.
- Nous avons réduit notre objectif à douze mois pour les rendements du Trésor américain à dix ans de 3,9-4,1 % à 3,5-3,7 % et nous tablons sur une pentification haussière de la courbe des rendements américains au second semestre 2023.

**Conséquences en matière d'investissement**

- Sous-pondération tactique de la duration américaine avant de passer à une position neutre.
- Le *spread* entre les bons du Trésor américain et le Bund devrait se resserrer.

**3 Perspectives de resserrement quantitatif en 2023**

- La Fed devrait poursuivre son programme de QT sous sa forme actuelle, avec des plafonds mensuels de 60 et 35 milliards de dollars pour les titres du Trésor et les titres adossés à des créances hypothécaires, respectivement. Le bilan de la Fed devrait diminuer d'environ 1 000 milliards de dollars en 2023.
- En ce qui concerne la BCE, le QT devrait se limiter aux titres du programme d'achat d'actifs et devrait commencer à la mi-2023. Nous anticipons un bond de l'offre nette, déduction faite des flux de la BCE.

**Conséquences en matière d'investissement**

- Sous-pondération de la duration des taux de l'euro.
- Les *spreads* périphériques pourraient être mis sous pression.

**4 L'assouplissement récent des conditions financières n'est pas justifié**

- Nous ne sommes pas d'accord avec l'interprétation accommodante par le marché du discours du président Powell.
- Les conditions de prêt se sont déjà resserrées dans de nombreux segments de l'économie américaine et les banques américaines ont durci les conditions d'octroi des prêts industriels à un rythme compatible avec un environnement récessif.

**Conséquences en matière d'investissement**

- Les valorisations des obligations des pays développés se sont tendues après la reprise.
- Les marchés ont peut-être mis à tort sur un virage accommodant imminent de la Fed.

## POINTS CLÉS

**5** Le cycle haussier du dollar perd de son élan

- L'environnement actuel est en train de changer et plusieurs soutiens du dollar se sont estompés, car l'inflation américaine a ralenti et la Fed a laissé entendre qu'elle pourrait modérer le rythme de ses hausses de taux.
- L'attention des marchés pourrait se déplacer brusquement de la prime de risque sur la Fed – un moteur fort du dollar en 2022 – vers la prime du dollar sur les fondamentaux, en tant que risque baissier.

**Conséquences en matière d'investissement**

- Dépréciation plus importante du dollar en 2023 : relèvement de l'objectif à six mois de l'EUR/USD de 0,92 à 1,00 et de l'objectif à douze mois de 1,04 à 1,10.
- Nous maintenons actuellement une exposition limitée au dollar (shorts privilégiés : EUR, GBP, CAD).
- Short sur l'USD face au JPY et au CHF.

## ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME ACTIONS	États-Unis	=	▼	Les marchés semblent intégrer un scénario d'atterrissage en douceur, mais nous pensons qu'il existe des risques pour les bénéficiés dans un contexte de détérioration de la dynamique économique. Une récession des bénéficiés ne suffira pas à modifier la position de la Fed, ce qui reste essentiel pour une révision à la hausse de notre opinion. Nous maintenons notre approche « bottom-up » sélective, en nous concentrant sur les actions sous-évaluées, de qualité et à dividendes.
	Actions US Value	+		Nous apprécions les valeurs sous-évaluées, aux modèles économiques solides et capables de maintenir la croissance de leurs bénéficiés et leur part de marché. Nous pensons que combiner les investissements sous-évalués et les caractéristiques de qualité est un moyen de limiter la volatilité et de se couvrir contre les risques économiques.
	Actions US Croissance	-		Les entreprises de croissance de très grande taille et le secteur de la croissance non rentable devraient être affectés par la hausse des taux directeurs, car leurs valorisations dépendent fortement des flux de trésorerie futurs à long terme. Cependant, nous suivons les segments dont les valorisations ont corrigé.
	Europe	-		La forte inflation de l'énergie en 2023 pourrait exercer une pression durable sur les habitudes de consommation et, par la suite, sur les bénéficiés des entreprises. Ceci, couplé au récent rebond et aux tensions géopolitiques persistantes, nous incite à la prudence. Nous restons vigilants vis-à-vis des bénéficiés et nous intéressons aux entreprises bénéficiant de bilans solides et d'une bonne différenciation de leurs produits.
	Japon	=/+	▲	Le Japon, qui est une économie tournée vers l'exportation, est également un moyen de miser sur la réouverture de la Chine, qui devrait soutenir les marchés japonais. Toutefois, le ralentissement de la croissance mondiale et la vigueur du yen sont des facteurs à surveiller.
	Chine	=/+	▲	Les signes récents d'abandon des politiques « zéro covid » et les annonces concernant la vaccination des personnes âgées laissent entrevoir une réouverture progressive de l'économie, ce qui devrait améliorer la mobilité et libérer la demande latente. Nous pensons que la trajectoire ne sera pas linéaire et restons sélectifs compte tenu des risques géopolitiques et des pressions sur les exportations.
	Marchés émergents hors Chine	=		La sélection dans l'univers émergent est cruciale compte tenu des facteurs propres à chaque pays, tels que la demande intérieure, les politiques monétaires et la prudence budgétaire. Nous sommes optimistes vis-à-vis du Brésil (mais attentifs aux politiques économiques du président Lula) et prudents à l'égard des Philippines et de la Malaisie (valorisations excessives). D'un point de vue sectoriel, nous apprécions l'énergie par rapport aux matériaux.
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies États-Unis	=/+		Selon nous, la réduction de l'ampleur des hausses de taux de la Fed ne signifie pas nécessairement un pivot accommodant. Cela montre plutôt que la banque centrale tiendra compte des effets cumulatifs du resserrement opéré jusqu'ici avant de prendre de nouvelles mesures. Nous restons donc vigilants et maintenons un positionnement actif sur la durée. Dans le même temps, nous pensons que le ralentissement économique et la décélération de l'inflation sont positifs pour les obligations du Trésor américain. Nous sommes également constructifs sur les taux réels.
	États-Unis Obligations d'entreprise IG	=/+		Le segment IG offre un portage intéressant, les valorisations sont attractives et les bilans des entreprises sont sains, ce qui nous permet d'être légèrement optimistes. Toutefois, nous sommes sélectifs en raison de la baisse des liquidités des entreprises et des craintes de récession.
	États-Unis Obligations d'entreprise HY	-		Les fondamentaux du HY, tels que l'endettement et la couverture des intérêts, restent solides, mais la position de liquidité se détériore. Ce segment pourrait être à la peine dans un environnement de coûts de financement élevés et de croissance économique plus faible. Nous restons donc prudents, notamment sur les segments les moins bien notés (CCC).

## ALLOCATION D'ACTIFS AMUNDI

	Classe d'actifs	Opinion	Variation 1 mois	Fondement
PLATEFORME OBLIGATAIRE	Govies Europe	=		Nous restons neutres vis-à-vis de la duration des pays du cœur de la zone euro, car nous évaluons la politique monétaire de la BCE et ses vues sur l'inflation et la croissance économique. La BCE continuera de maintenir ses taux en territoire restrictif. Nous restons prudents vis-à-vis des obligations périphériques.
	Euro Obligations d'entreprise IG	=		Alors que les marchés s'attendent à ce que la BCE ralentisse son processus de hausse des taux, nous voyons des risques persistants pour les <i>spreads</i> IG en raison de la faiblesse de la croissance, de l'inflation élevée et des tensions géopolitiques (crise de l'énergie). Nous surveillons donc de près les besoins de refinancement des entreprises.
	Euro Obligations d'entreprise HY	-		Le HY européen pourrait être confronté à une volatilité plus élevée compte tenu des risques de liquidité et de défaut potentiels, qui sont pour l'instant contenus. Alors que les taux d'intérêt restent élevés et que la consommation est faible, une hausse du coût du capital et des perspectives de bénéfices médiocres pourraient avoir une incidence négative.
	Govies Chine	=	▼	Bien que le découplage entre la Chine et les États-Unis apporte des avantages aux investisseurs internationaux en termes de diversification, l'évolution progressive de l'approche « zéro covid » devrait stimuler la mobilité et l'activité économique. Nous sommes neutres et évaluons la politique de la BPC.
	Émergents Dette en devise forte	=/+		La stabilisation des taux américains devrait être favorable, de même que le portage et les valorisations attrayants. Les <i>spreads</i> offrent des points d'entrée intéressants, mais nous sommes sélectifs compte tenu de l'évolution de la dynamique de croissance dans le monde émergent, y compris au Brésil et en Chine.
	Émergents Dette en devise locale	=		Bien que les valorisations de la dette en devise locale deviennent attractives sur une base sélective, nous sommes globalement prudents vis-à-vis de l'Asie et des devises émergentes en général. Toutefois, un changement de trajectoire du dollar et des politiques liées au covid en Chine pourrait être favorable aux opportunités de portage de certaines devises telles que le MXN, l'IDR et l'INR. Pour l'heure, nous restons neutres et vigilants sur l'évolution de la liquidité.
AUTRES	Matières premières			Même si les craintes entourant la croissance sont susceptibles de plafonner les prix du pétrole à court terme, les contraintes d'offre pourraient revenir sur le devant de la scène à moyen terme. La réouverture de l'économie chinoise fixe un plancher pour les prix des métaux de base, mais un rebond nécessiterait un soutien plus large. Les changements de cap potentiels des banques centrales et l'affaiblissement du dollar offrirait de nouveaux soutiens à l'or (objectif à 6 mois: 1 900 dollars l'once).
	Devises			Le resserrement de la politique de la Fed a été le principal moteur de la vigueur du dollar en 2022, mais compte tenu des signes d'inflexion (dans le cadre global de resserrement), nous devenons légèrement moins optimistes à l'égard du billet vert.

### LÉGENDE



Source : Amundi, au mardi 20 décembre 2022, opinions relatives aux investisseurs en EUR. Ce support présente une évaluation de l'environnement de marché à un moment précis et n'est pas destiné à être une prévision d'événements futurs ou une garantie de résultats futurs. Ces informations ne doivent pas être considérées par le lecteur comme une recherche, un conseil en investissement ou une recommandation concernant un fonds ou un titre en particulier. Ces informations sont strictement destinées à des fins d'illustration et d'éducation et sont susceptibles d'être modifiées.

Ces informations ne représentent pas l'allocation d'actifs ou le portefeuille réel (le) actuel (le), passé(e) ou futur(e) d'un produit Amundi. IG = obligations d'entreprise investment grade, HY = obligations d'entreprise à haut rendement, obligations ME en DF/DL = obligations émettrices libellées en devise forte/devise locale. WTI = West Texas Intermediate. QE = assouplissement quantitatif.

## PAYS DÉVELOPPÉS

### Prévisions macroéconomiques

Moyennes annuelles (%)	au 28/12/2022					
	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
<b>Monde</b>	3,4	2,2	2,8	8,2	6,2	4,0
<b>Pays développés</b>	2,6	0,4	0,9	7,5	5,1	2,5
<b>États-Unis</b>	2,0	0,9	0,6	8,1	4,3	2,3
<b>Japon</b>	1,3	0,5	1,2	2,4	0,5	0,4
<b>Royaume-Uni</b>	4,4	-0,9	0,8	9,2	8,2	3,9
<b>Zone euro</b>	3,3	-0,5	0,8	8,5	7,3	3,2
<b>Allemagne</b>	1,8	-0,7	0,9	9,0	7,6	2,9
<b>France</b>	2,5	-0,1	0,9	6,0	5,4	2,9
<b>Italie</b>	3,8	-0,4	1,0	8,8	8,3	2,8
<b>Espagne</b>	4,5	0,3	1,3	8,4	4,0	3,3

Source: Amundi Institute

- États-Unis :** l'économie américaine présente des signes de décélération, la politique monétaire restrictive commençant à peser sur l'activité et entraînant progressivement la croissance en dessous de son potentiel. Nous anticipons un risque accru de récession au second semestre 2023, période à laquelle la croissance devrait stagner et la demande intérieure être très faible. Si l'inflation semble avoir plafonné, la persistance de l'inflation sous-jacente pourrait rester un déterminant clé dans les mois à venir, l'inflation sous-jacente diminuant lentement et restant supérieure à l'objectif.
- Zone euro :** nous nous attendons à ce que le PIB de la zone euro se contracte au quatrième trimestre 2022 et au premier trimestre 2023 sous l'effet de la crise du coût de la vie, suivi d'une modeste reprise au printemps et en été. Bien que l'inflation restera nettement supérieure à l'objectif de la BCE, sa décélération devrait commencer à soulager les consommateurs. Le resserrement de la politique monétaire constituera également un obstacle. La dynamique moyenne en 2023 sera plus faible que prévu, ce qui se traduira par une croissance inférieure au potentiel en 2023-2024. Les risques liés à la composante énergie restent importants, tant pour l'inflation que pour les perspectives de croissance.
- Royaume-Uni :** compte tenu de la révision à la hausse des projections annonçant une inflation supérieure à 10 % pendant plusieurs mois et supérieure à l'objectif pendant plusieurs trimestres, nous nous attendons à ce qu'une récession induite par le coût de la vie sévise au Royaume-Uni cet hiver et qu'elle se prolonge pendant quelques trimestres, exacerbée par le resserrement des conditions financières. De plus, la reprise prévue pour 2024 verra l'économie tourner en dessous de son potentiel. Les risques sont orientés à la baisse, car la composante énergétique constitue toujours un risque important pour les perspectives d'inflation et de croissance.
- Japon :** nous maintenons notre prévision de croissance inférieure au consensus de 0,5 % pour 2023, car nous pensons que la reprise restera inégale. L'amélioration du PMI en décembre est imputable au secteur des services qui a bénéficié de la réouverture. L'indice manufacturier, en revanche, est resté sous la barre des 50 et devrait renouer avec une tendance baissière en raison de la faiblesse de la demande des pays développés au début de 2023. L'effet de rattrapage lié à la réouverture ne peut compenser que partiellement le ralentissement de la demande mondiale. Le PIB devrait se contracter au premier semestre 2023 à cause d'un ralentissement des exportations. En parallèle, nous pensons que l'inflation sous-jacente devrait continuer à grimper au cours des prochains mois et rester au-dessus de l'objectif de 2 % de la BoJ jusqu'à la mi-2023.

*Nota Bene : l'incertitude entourant nos prévisions macroéconomiques est très élevée. Elle donne lieu à de fréquentes réévaluations à mesure que de nouvelles statistiques à haute fréquence sont disponibles. Nos prévisions comportent une composante qualitative plus importante, ce qui réduit la précision statistique et accroît l'incertitude avec un éventail des possibles de plus en plus large.*

## PAYS DÉVELOPPÉS

### Prévisions de taux directeurs

	20-12 2022	Amundi + 6m.	Consensus + 6m.	Amundi + 12m.	Consensus + 12m.
<b>États-Unis</b>	4,50	5,25	5,00	5,25	4,50
<b>Zone euro</b>	2,00	3,25	3,3	3,25	3,5
<b>Japon</b>	-0,1	0,0	0,08	0,0	0,3
<b>RU</b>	3,50	4,5	4,7	4,5	4,7

Source : Amundi Institute

### Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaines réunions
<b>Banque du Japon MPM</b>	<b>18 janvier</b>
<b>BCE Conseil des gouverneurs</b>	<b>25 janvier</b>
<b>Réserve fédérale FOMC</b>	<b>1<sup>er</sup> février</b>
<b>Banque d'Angleterre MPC</b>	<b>2 février</b>

Source : Amundi Institute

- Fed** : la dernière [réunion](#) du FOMC a marqué un ralentissement du rythme des hausses de taux, de 75 pb à 50 points de base (pb), ce qui porte les Fed Funds entre 4,25 et 4,50 %. Le taux médian prévisionnel pour fin 2023 a également été revu à la hausse à 5,125 % contre une anticipation de 4,625 % en septembre. Les nouvelles projections économiques font état d'une détérioration des perspectives, avec des prévisions de PIB nettement inférieures et une hausse du taux de chômage et de l'indice sous-jacent des dépenses de consommation des particuliers (PCE). De manière générale, nous pensons que le graphique à points et la conférence de presse de Jerome Powell annoncent une politique restrictive, le président de la Fed restant pleinement concentré sur la lutte contre l'inflation. Ceci conforte nos prévisions d'un taux final à 5,25 %.
- BCE** : lors de sa [réunion](#) de décembre, la BCE a relevé ses taux de 50 pb pour les porter à 2,0 % (taux de dépôt). La Banque a fait une déclaration très restrictive. L'inflation reste sa principale préoccupation et sa priorité absolue. La BCE prévoit une inflation persistante, alimentée principalement dans la zone euro par les prix de l'énergie. La politique budgétaire joue également un rôle essentiel, tout en soutenant la demande. Nous anticipons des tensions à court terme sur les obligations souveraines de référence et sur les *spreads* périphériques. Nous avons révisé notre taux de dépôt final pour le cycle haussier actuel de 2,5 % à 3,0 %, les risques étant orientés vers une possible hausse supplémentaire.
- BoJ** : lors de sa réunion de décembre, la BoJ, à la surprise générale, a élargi plus tôt que prévu sa fourchette cible de +/-0,25 % à +/-0,5 % pour les bons du Trésor japonais à dix ans. C'est là, de fait, un resserrement, les rendements ayant tendance à augmenter. La volonté politique de normalisation monétaire s'est renforcée. Il semblerait que la déclaration conjointe de 2013 (du gouvernement et de la BOJ) pourrait être révisée. L'objectif final n'est pas clair pour le moment, mais une sortie de la politique de taux d'intérêt négatifs (NIRP) est probable. Avant cela, la BoJ doit complètement éliminer sa politique de contrôle de la courbe des taux (YCC) ou agir plus rapidement encore et supprimer le NIRP et le YCC d'un seul coup.
- BoE** : lors de sa dernière réunion, la Banque d'Angleterre a relevé ses taux de 50 pb. Comme lors des réunions précédentes, le vote a été divisé, mais cette fois le désaccord était plus marqué, deux membres ayant voté pour un maintien des taux et un autre pour une hausse de 75 pb. La réunion n'a pas créé de réelle surprise en ce qui concerne l'orientation des taux qui reste globalement inchangée, les prévisions économiques au regard des dernières annonces budgétaires et le resserrement quantitatif. Après la dernière hausse des taux, nous avons confirmé nos prévisions concernant la trajectoire des taux et le taux final attendu, qui devrait culminer à 4,5 % dans notre scénario central.

## PAYS ÉMERGENTS

### Prévisions macroéconomiques

Moyennes annuelles (%)	au 28/12/2022					
	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
<b>Monde</b>	3,4	2,2	2,8	8,2	6,2	4,0
<b>Pays émergents</b>	3,9	3,4	4,1	8,8	6,9	5,0
<b>Chine</b>	3,0	4,4	4,9	2,0	2,2	2,1
<b>Brésil</b>	3,1	0,5	1,7	9,3	4,5	4,2
<b>Mexique</b>	3,2	1,5	0,9	7,9	5,6	4,5
<b>Russie</b>	-3,3	-1,5	2,0	13,8	7,5	4,5
<b>Inde</b>	7,0	5,4	6,0	6,7	5,4	5,9
<b>Indonésie</b>	5,2	4,5	4,8	4,2	4,4	4,1
<b>Afrique de Sud</b>	2,4	1,2	1,5	6,9	5,9	4,9
<b>Turquie</b>	4,9	3,1	4,3	72,5	55,2	29,8

Source : Amundi Institute

- Chine** : les autorités ont annoncé l'abandon des règles de quarantaine pour les visiteurs étrangers le 8 janvier, juste avant les vacances du Nouvel An chinois (22 janvier), soit bien plus tôt que nous l'avions prévu il y a un mois. Une réouverture complète semble à présent probable d'ici la fin du premier trimestre. La réalité est toutefois bien sombre pour le moment. La croissance économique a de nouveau chuté en novembre. Compte tenu de cette réouverture plus rapide qu'anticipé, nous pensons que la production reprendra en février et qu'une reprise significative suivra en mars et au deuxième trimestre. Le rebond de la demande des consommateurs entraînera une hausse de l'inflation sous-jacente, mais l'IPP et la désinflation des prix de l'énergie permettront de contenir l'inflation globale aux alentours de 2 %.
- Asie** : les banques centrales d'Asie du Sud ont poursuivi le resserrement de leur politique monétaire, bien que dans certains cas à un rythme plus lent par rapport à leurs décisions les plus récentes (par exemple, aux Philippines et en Indonésie). L'Asie est en retard en termes de normalisation des politiques monétaires, car l'inflation a redémarré plus tard et moins fortement que dans d'autres pays émergents, comme ceux d'Amérique latine ou d'Europe de l'Est. Bien qu'aucune de ces banques centrales n'ait annoncé de pause dans la conduite de sa politique monétaire, nous pensons que le cycle de politique monétaire est presque arrivé à maturité, mais quelques hausses de taux sont encore à prévoir dans la région.
- CEE3** : hormis la Roumanie où ils se sont stabilisés en rythme trimestriel et accéléré en rythme annuel, les chiffres du PIB réel du troisième trimestre ont fait état d'une forte décélération, tant en rythme trimestriel qu'annuel. L'inflation est bien installée au-dessus de 10 % et empêchera les banques centrales d'amorcer un cycle baissier dans l'avenir proche. L'inflation élevée, les politiques monétaires restrictives, la suppression (partielle) des mesures de soutien des prix de l'énergie et du gaz, ainsi que l'assainissement des finances publiques dans certains pays, constitueront de nouveaux facteurs défavorables à la croissance au cours des prochains mois. Nous nous attendons à ce que la République tchèque et la Hongrie entrent en récession dès le quatrième trimestre de cette année.
- Afrique du Sud** : même si les chiffres du PIB réel du troisième trimestre ont été supérieurs à ceux du deuxième trimestre, le pays a traversé un mois difficile, avec une forte volatilité sur les marchés des obligations et des devises. Le président Ramaphosa a été mêlé à un scandale de corruption connu sous le nom de « Farm gate ». Après le vote du parlement contre une procédure de destitution, les actifs sud-africains ont regagné du terrain. M. Ramphosa a été réélu à la tête de l'ANC, mais il n'est pas encore tiré d'affaire, car d'autres enquêtes sont en cours dans ce dossier, l'une menée par la SARB, le protecteur public et une autre par les services de police sud-africains. Tous les regards seront tournés vers 2023 pour voir si le calendrier des réformes progresse.

*Nota Bene : l'incertitude entourant nos prévisions macroéconomiques est très élevée. Elle donne lieu à de fréquentes réévaluations à mesure que de nouvelles statistiques à haute fréquence sont disponibles. Nos prévisions comportent une composante qualitative plus importante, ce qui réduit la précision statistique et accroît l'incertitude avec un éventail des possibles de plus en plus large.*

## PAYS ÉMERGENTS

### Prévisions de taux directeurs

	20-12 2022	Amundi + 6m.	Consensus + 6m.	Amundi + 12m.	Consensus + 12m.
<b>Chine</b>	3,65	3,65	3,65	3,65	3,65
<b>Inde</b>	6,25	6,50	6,45	6,50	6,3
<b>Brésil</b>	13,75	13,5	13,55	11,50	11,6
<b>Russie</b>	7,50	7,50	7,15	7,50	7,00

Source : Amundi Institute

### Agenda de politique monétaire

Banques centrales	Prochaine communication
<b>PBoC (Chine)</b>	<b>20 janvier</b>
<b>BCB (Brésil)</b>	<b>1<sup>er</sup> février</b>
<b>RBI (Inde)</b>	<b>8 février</b>
<b>CBR (Russie)</b>	<b>10 février</b>

Source : Amundi Institute

- PBoC (Chine) :** la PBoC a maintenu ses taux directeurs inchangés en décembre. La trajectoire de réouverture étant confirmée, nous ne prévoyons pas de nouvelles baisses de taux. La banque centrale n'a pas non plus d'urgence à relever les taux. L'inflation restera contenue en dessous de 3 % tout au long de 2023. La hausse probable des taux effectifs en raison de l'amélioration des perspectives de croissance entraînera un resserrement modéré des conditions financières. Les indications émanant de la conférence économique annuelle laissent penser que la PBoC va revenir sur sa politique d'assouplissement généralisé. Elle conservera néanmoins une approche d'assouplissement monétaire ciblé, par le biais d'instruments de prêts structurels et de programmes financiers spéciaux.
- RBI (Inde) :** comme attendu, la RBI a poursuivi son cycle de hausse en décembre, bien qu'à un rythme plus lent. Le taux des prises en pension a été relevé de 35 points de base pour atteindre 6,25 %. Le gouverneur de la RBI a déclaré que de nouvelles mesures de politique monétaire calibrées sont indiquées pour maintenir l'ancrage des anticipations d'inflation, briser la persistance de l'inflation sous-jacente et contenir les effets de second tour. Nous tablons donc sur une nouvelle hausse de 25 points de base à 6,5 % en février, les taux directeurs réels étant déjà légèrement positifs ou proches de la neutralité, conformément à l'objectif fixé par la RBI au début de son cycle de hausse en mai.
- BCB (Brésil) :** la BCB a maintenu le statu quo en décembre et n'a pas amorcé de cycle d'assouplissement, le taux Selic restant inchangé à 13,75 %. Bien que les risques liés aux perspectives d'inflation semblent équilibrés, le Copom a souligné les incertitudes entourant le cadre de politique budgétaire : à la hausse, en raison des mesures de relance budgétaire supplémentaires destinées à soutenir la demande globale et à accroître les anticipations d'inflation ; à la baisse, en raison de l'annulation attendue — bien qu'incertaine — des réductions d'impôts. De toute évidence, l'action en matière de politique monétaire dépendra du cadre budgétaire futur.
- CBR (Russie) :** lors de sa réunion de décembre, la CBR a maintenu son taux directeur inchangé à 7,5 % et a semblé adopter un ton de moins en moins accommodant. Tout en maintenant ses prévisions d'inflation inchangées, la CBR a souligné que les facteurs inflationnistes l'emportent sur les facteurs désinflationnistes, en raison notamment des tensions sur le marché du travail, des anticipations d'inflation élevées, de la faiblesse du rouble et d'une politique budgétaire potentiellement plus souple. L'inflation a continué de baisser pour atteindre 12,0 % en glissement annuel en novembre, contre 12,6 % en octobre. Compte tenu de ce ton de plus en plus prudent et des pressions inflationnistes, nous ne prévoyons plus de baisse de taux au cours des six prochains mois et envisageons même un cycle de hausse à la fin de 2023.

## PRÉVISIONS MACROÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES

### Prévisions macroéconomiques

28 décembre 2022

Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
États-Unis	2,0	0,9	0,6	8,1	4,3	2,3
Japon	1,3	0,5	1,2	2,4	0,5	0,4
Zone euro	3,3	-0,5	0,8	8,5	7,3	3,2
Allemagne	1,8	-0,7	0,9	9,0	7,6	2,9
France	2,5	-0,1	0,9	6,0	5,4	2,9
Italie	3,8	-0,4	1,0	8,8	8,3	2,8
Espagne	4,5	0,3	1,3	8,4	4,0	3,3
Royaume-Uni	4,4	-0,9	0,8	9,2	8,2	3,9
Chine	3,0	4,4	4,9	2,0	2,2	2,1
Brésil	3,1	0,5	1,7	9,3	4,5	4,2
Mexique	3,2	1,5	0,9	7,9	5,6	4,5
Russie	-3,3	-1,5	2,0	13,8	7,5	4,5
Inde	7,0	5,4	6,0	6,7	5,4	5,9
Indonésie	5,2	4,5	4,8	4,2	4,4	4,1
Afrique du Sud	2,4	1,2	1,5	6,9	5,9	4,9
Turquie	4,9	3,1	4,3	72,5	55,2	29,8
Pays développés	2,6	0,4	0,9	7,5	5,1	2,5
Pays émergents	3,9	3,4	4,1	8,8	6,9	5,0
Monde	3,4	2,2	2,8	8,2	6,2	4,0

### Prévisions de taux directeurs

Pays développés

	28 déc. 2022	Amundi +6M	Consensus +6M	Amundi +12M	Consensus +12M
États-Unis	4,50	5,25	5,00	5,25	4,50
Zone euro	2,00	3,25	3,30	3,25	3,50
Japon	-0,10	0,00	0,08	0,00	0,3
Royaume-Uni	3,50	4,50	4,70	4,50	4,70

Pays émergents

	20 déc. 2022	Amundi +6M	Consensus +6M	Amundi +12M	Consensus +12M
Chine	3,65	3,65	3,65	3,65	3,65
Inde	6,25	6,50	6,45	6,50	6,30
Brésil	13,75	13,50	13,55	11,50	11,60
Russie	7,50	7,50	7,15	7,50	7,00

### Prévisions de taux longs

Taux 2 ans

	28 déc. 2022	Amundi +6M	Forward +6M	Amundi +12M	Forward +12M
États-Unis	4,34	4,0/4,20	4,09	3,40/3,60	3,86
Allemagne	2,64	2,40/2,60	2,61	2,40/2,60	2,42
Japon	0,01	0,10/0,20	0,08	0,10/0,20	0,13
Royaume-Uni	3,52	3,20/3,40	3,48	3,30/3,50	3,67

Taux 10 ans

	28 déc. 2022	Amundi +6M	Forward +6M	Amundi +12M	Forward +12M
États-Unis	3,83	3,60/3,80	3,80	3,50/3,70	3,77
Allemagne	2,49	2,30/2,50	2,48	2,30/2,50	2,46
Japon	0,45	0,40/0,60	0,59	0,40/0,60	0,67
Royaume-Uni	3,69	3,60/3,80	3,76	3,60/3,80	3,84

### Prévisions de change

	29 déc. 2022	Amundi T2 2023	Consensus T2 2023	Amundi T4 2023	Consensus T4 2023
EUR/USD	1,07	1,02	1,05	1,10	1,08
USD/JPY	133	132	135	123	131
EUR/GBP	0,88	0,89	0,88	0,90	0,88
EUR/CHF	0,98	0,94	0,99	1,03	1,01
EUR/NOK	10,53	10,43	10,15	9,74	9,85
EUR/SEK	11,16	11,02	10,80	10,31	10,50
USD/CAD	1,35	1,37	1,32	1,28	1,30
AUD/USD	0,68	0,65	0,67	0,75	0,70
NZD/USD	0,63	0,60	0,62	0,66	0,65
USD/CNY	6,96	7,10	7,00	6,80	6,85

Source: Amundi Institute

## PUBLICATIONS RÉCENTES

### THEMATIC PAPERS PORTFOLIO STRATEGY



**How do institutions segment their investment universe? (25-10-2022)**

PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research - Amundi Institute - TAZÉ-BERNARD Eric, Senior Advisor - Amundi Institute

**Articulating asset allocation across different time horizons (6-09-2022)**

FRANCERIES Karin, Head of OCIO advisory - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research - Amundi Institute - Tazé-Bernard Eric, Senior Advisor - Amundi Institute

### THEMATIC PAPERS GREEN & SOCIAL



**Themes in depth/ Artificial intelligence for sustainable finance: why it may help (13-10-2022)**

BRIERE Marie, Head of the Investor Research Center, Amundi Institute - KEIP Matthieu, Innovation Lead, Amundi Technology - LE BERTHE Tegwen, Head of ESG Scoring & Methodology

**Themes at a glance/ Artificial Intelligence and ESG: How do they fit? (13-10-2022)**

BRIERE Marie, Head of the Investor Research Center, Amundi Institute - KEIP Matthieu, Innovation Lead, Amundi Technology - LE BERTHE Tegwen, Head of ESG Scoring & Methodology

### COMPASS



**Inflationary era demands new approach from pension plans (08-12-2022)**

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute

### DISCUSSION PAPERS



**Pension funds: reorienting asset allocation in an inflation-fuelled world (1-12-2022)**

RAJAN Amin, CEO, CREATE-Research

### INVESTMENT INSIGHTS MARKET STORIES



**Emerging Markets Charts and Views - EM investing after the great repricing (27-10-2022)**

SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute

### INSIGHTS PAPERS



**Time to refocus on bonds - Rethinking portfolios after the great repricing (28-09-2022)**

MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute

## PUBLICATIONS RÉCENTES

### INVESTMENT TALKS



**Hawkish surprise from the ECB (19-12-2022)**

AINOUZ Valentine, Head of Global Fixed Income Strategy – Amundi Institute - DAUPHINE Gilles, Deputy Head of Fixed Income

**Fed : Staying the course until the job is done (16-12-2022)**

DUENSING Jonathan, Head of US Fixed Income - ROWE Timothy, Director of Multi-Sector Fixed Income - UPADHYAYA Paresh, Director of Fixed Income and Currency Strategy - GEORGES Delphine, Senior Fixed Income Research Strategist, Amundi Institute

**UK Fiscal Budget : main political, social and market implications (21-11-2022)**

BERTONCINI Sergio, Senior Fixed Income Strategy Research - CESARINI Federico, Head of DM FX, Cross Asset Research Strategist - MIJOT Eric, Head of Global Equity Strategy - ROSENBERG Anna, Head of Geopolitics, Amundi Institute

**US mid-term election: no red tide (10-11-2022)**

DUENSING Jonathan, Head of US Fixed Income - ROSENBERG Anna, Head of Geopolitics - Amundi Institute - UPADHYAYA Paresh, Director of Fixed Income and Currency Strategy

### WORKING PAPERS



**The Market Effect of Acute Biodiversity Risk : the Case of Corporate Bonds (30-11-2022)**

Amina CHERIEF, Takaya SEKINE, Lauren STAGNOL, Quantitative Portfolio Strategy, Amundi Institute

**Net Zero Investment Portfolios - Part 1. The Comprehensive Integrated Approach (23-11-2022)**

BARAHHOU Inès, BEN SLIMANE Mohamed, OULID AZOUZ Nouredine - Quant Portfolio Strategy - Amundi Institute  
RONCALLI Thierry, Head of Quant Portfolio Strategy - Amundi Institute

**Incorporating ESG Risk In Fundamental Market Risk Models (18-11-2022)**

Dr. SCHWEIMAYER Gerhard, Amundi Germany - STOYANOVA Niya, LMU (University of Munich)

### INVESTMENT OUTLOOK



**2023 Investment Outlook - Some light for investors after the storm (21-11-2022)**

MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer - GERMANO Matteo, Deputy Group Chief Investment Officer - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute

### ASSET CLASS VIEWS



**Asset Class Return Forecasts – Q4 2022 (04-11-2022)**

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - GISIMUNDO Viviana, Head of Quant Solutions, OCIO Solutions, - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research, Amundi Institute - WALSH Tom, Senior Quantitative Analyst, OCIO Solutions

### ESG



**ESG Thema – Special COP15 – The Paris moment for biodiversity? (22-12-2022)**

CHAMPOLLION MOREL Hélène, Head of Advocacy - DE VECCHI Viola, ESG Advocacy Analyst - DUTTA Basundhara, ESG Advocacy Analyst - DAY Apolline, Institutional Marketing Analyst

**Biodiversity: It's Time to Protect Our Only Home (07-12-2022)**





## Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications sur le site : [research-center.amundi.com](https://research-center.amundi.com)

Emerging Private Equity  
Money Markets Find Monetary  
Foreign Top-down Bottom-up  
Exchange Corporate Equities Policies  
Sovereign Bonds High Forecasts  
ESG Quant Investment Yield Real Estate  
Strategies Allocation

### INFORMATION IMPORTANTE

Ce document est uniquement à titre informatif.

Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'une offre d'achat, ni une recommandation d'un titre ou de tout autre produit ou service. Les titres, produits ou services mentionnés peuvent ne pas être enregistrés à la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et peuvent ne pas être réglementés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction.

Les informations contenues dans ce document ne peuvent être utilisées que pour votre usage personnel, ne peuvent être reproduites ou rediffusées sous quelque forme que ce soit et ne peuvent servir de base ou de composant à des instruments ou produits financiers ou à des indices.

En outre, aucun élément de ce document n'est destiné à fournir des conseils fiscaux, juridiques ou en matière d'investissement.

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et sont datées du 29 décembre 2022. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Ce document est fourni « tel quel » et l'utilisateur de ces informations assume l'intégralité des risques liés à leur utilisation. Les données et analyses antérieures ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de toute analyse, estimation ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées concernant les tendances du marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment sur la base des conditions de marché et autres et aucune assurance ne peut être donnée que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces points de vue ne doivent pas être utilisés comme un conseil d'investissement, comme une recommandation à l'égard d'un titre ou comme une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Les investissements impliquent certains risques, y compris de marché, politiques, de liquidité et de change.

En outre, Amundi ne pourra en aucunement être tenu pour responsable d'un quelconque dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, sans s'y limiter, la perte de profits) ou de tout autre dommage résultant de son utilisation.

Date de première utilisation : 2 janvier 2023.

Amundi Asset Management, société par actions simplifiée – SAS au capital de 1143615555 euros – Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 – Siège social : 91-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris - [www.amundi.com](http://www.amundi.com)

Photo crédit : ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - bjdLxz

### Directeurs de la publication

DEFEND Monica, Directrice d'Amundi Institute  
MORTIER Vincent, CIO Groupe

### Rédactrices en chef

BERTINO Claudia, Responsable d'Amundi Investment Insights & Publishing  
FIOROT Laura, Responsable Investment Insights & Client Division

### Contributeurs Amundi Institute

AINOUZ Valentine, Responsable de la stratégie Taux, CFA  
BERARDI Alessia, Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique  
BERTONCINI Sergio, Stratégiste Senior Taux  
BOROWSKI Didier, Responsable de la recherche sur les politiques macroéconomiques  
CESARINI Federico, Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset

### Rédacteurs en chef adjoints

BOROWSKI Didier, Responsable de la recherche sur les politiques macroéconomiques  
PANELLI Francesca, Spécialiste Investment Insights & Client Division  
PERRIER Tristan, Macroeconomiste et Spécialiste Investment Insights

DROZDZIK Patryk, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents  
GEORGES Delphine, Stratégiste Senior Taux  
HERVÉ Karine, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents  
HUANG Claire, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents  
PANELLI Francesca, Spécialiste Investment Insights & Client Division  
PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche Cross Asset  
USARDI Annalisa, Economiste Senior, CFA  
VARTANESYAN Sosi, Analyste Souverains Senior

### Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

CARULLA Pol, Spécialiste Investment Insights & Client Division  
DHINGRA Ujjwal, Spécialiste Investment Insights & Client Division

NIALL Paula, Spécialiste Investment Insights & Client Division

### Conception et support

BERGER Pia, Spécialiste communication  
PONCET Benoît, Spécialiste communication

Matériel marketing à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier